

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění vybraného podniku za rizika
Valuation of the Selected Company under Risk

Student:	Bc. Marlene Brišová
Vedoucí diplomové práce:	doc. Ing. Aleš Kresta, Ph.D.

Ostrava 2018

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Marlene Brišová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Téma: **Ocenění vybraného podniku za rizika**
Valuation of the Selected Company under Risk
Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska a popis metodiky oceňování podniků
 3. Charakteristika vybraného podniku
 4. Ocenění podniku a zhodnocení výsledků
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: Wiley, 2006. ISBN 978-04-717-5121-2.
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. a rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Aleš Kresta, Ph.D.**

Datum zadání: 24.11.2017

Datum odevzdání: 27.04.2018



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 11. července 2018

.....*Marlene Brišová*.....

Bc. Marlene Brišová

Tímto bych chtěla poděkovat doc. Ing. Aleši Krestovi, Ph.D. za poskytnuté rady a odbornou pomoc v průběhu psaní diplomové práce.

Obsah

1	Úvod	6
2	Teoretická východiska a popis metodiky oceňování podniků.....	7
2.1	Podnik jako předmět ocenění	7
2.2	Hodnota podniku a její kategorie.....	7
2.3	Proces oceňování podniku	10
2.3.1	Sběr vstupních dat	10
2.3.2	Strategická analýza.....	11
2.3.3	Poměrová analýza	12
2.3.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	18
2.3.5	Finanční plán	18
2.4	Metody oceňování podniku	19
2.4.1	Výnosové metody.....	19
2.4.2	Majetkové metody.....	23
2.4.3	Komparativní metody.....	24
2.4.4	Kombinované metody	24
2.4.5	Fázové metody	25
2.5	Náklady kapitálu.....	26
2.5.1	Náklady na celkový kapitál	27
2.5.2	Náklady na cizí kapitál.....	27
2.5.3	Náklady na vlastní kapitál	27
2.5.4	Iterační postup pro stanovení tržní struktury kapitálu.....	29
2.6	Simulace náhodné proměnné.....	29
2.6.1	Geometrický Brownův proces.....	30
2.6.2	Vašíčkův model.....	31
2.7	Analýza citlivosti	35
3	Charakteristika vybraného podniku.....	36

3.1	Popis společnosti	36
3.1.1	Základní údaje a předmět činnosti	36
3.1.2	Historický vývoj společnosti	38
3.2	Strategická analýza	38
3.2.1	Globální analýza	38
3.2.2	Odvětvová analýza	42
3.3	Poměrová analýza	46
3.3.1	Zhodnocení finanční situace společnosti	49
4	Ocenění podniku a zhodnocení výsledků	50
4.1	Finanční plán	50
4.1.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	50
4.1.2	Odhad vývoje tržeb	52
4.1.3	Plán čistého zisku	57
4.1.4	Plán čistého pracovního kapitálu	62
4.1.5	Plán investic	63
4.1.6	Plán financování	64
4.2	Stanovení budoucích peněžních toků FCFF	64
4.3	Stanovení nákladů kapitálu	66
4.3.1	Náklady na vlastní kapitál	66
4.3.2	Náklady na cizí kapitál	67
4.3.3	Náklady na celkový kapitál	67
4.4	Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity	67
4.5	Analýza citlivosti	72
5	Závěr	75
	Seznam použité literatury	77
	Seznam zkratk	80
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	

Seznam příloh

Přílohy

1 Úvod

Problematika oceňování podniků patří v současné době mezi významné oblasti finančního řízení a rozhodování firem. Potřeba stanovení hodnoty podniku se objevila již v období transformace české ekonomiky, kdy v rámci privatizačních projektů docházelo k převodu veřejného majetku do soukromého vlastnictví. Pro investory, vlastníky a věřitele se tak vedle účetní hodnoty stala také důležitá znalost tržní hodnoty podniku. V současnosti má tato finanční oblast své uplatnění zejména při stanovení hodnoty podniku z důvodu jeho koupě či prodeje, dále v souvislosti se změnou právní formy, se zastavením obchodního podílu, s poskytováním úvěru, s nepeněžitým vkladem do obchodní společnosti nebo v souvislosti se sanací podniku.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Znovín Znojmo, a.s. za rizika k datu 1. 1. 2017 s využitím dvoufázové výnosové metody DCF na bázi celkového kapitálu.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první představuje úvod a poslední závěr. Obsahem druhé kapitoly jsou základní teoretická východiska, která jsou následně aplikována v praktické části této práce. Nejprve je vymezen pojem podnik a kategorie hodnoty, následně je popsán samotný proces oceňování podniku. Další část této kapitoly je zaměřena na charakteristiku jednotlivých oceňovacích metod včetně metod stanovení nákladů kapitálu. V závěru kapitoly jsou vymezeny zvolené modely pro simulaci náhodné proměnné a dále je popsán iterační postup pro stanovení tržní struktury kapitálu a analýza citlivosti.

Třetí kapitola je věnována stručné charakteristice společnosti Znovín Znojmo, a.s. Nejprve jsou vymezeny základní údaje, předmět činnosti a následně je popsán historický vývoj oceňované společnosti. Dále je provedena strategická a finanční analýza společnosti.

V rámci čtvrté kapitoly jsou naplánovány volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, následně jsou vyčísleny náklady na celkový kapitál a dále je stanovena hodnota oceňované společnosti pomocí dvoufázové výnosové metody DCF na bázi celkového kapitálu. V závěru kapitoly je provedena analýza citlivosti na zvolené faktory.

2 Teoretická východiska a popis metodiky oceňování podniků

V rámci druhé kapitoly diplomové práce jsou popsána základní teoretická východiska, která jsou následně v praktické části práce aplikována na zvolený podnik. Nejprve je vymezen podnik jako předmět ocenění a dále jsou uvedeny jednotlivé kategorie hodnoty podniku. Následně je popsán proces oceňování podniku a jsou vymezeny jednotlivé metody oceňování včetně metod stanovení nákladů kapitálu. V závěru kapitoly je popsána analýza citlivosti a metodika simulace náhodné proměnné.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

Před samotným oceněním společnosti je nezbytné vymezit předmět ocenění, tedy podnik. Tento pojem je v odborné literatuře definován různě. Jako základní vymezení lze použít definici uváděnou v obchodním zákoníku, která definuje podnik v § 5 jako „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání; k podniku náleží práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ Avšak v souvislosti s přijetím nového občanského zákoníku, který vešel v účinnost v roce 2014, byl pojem podnik nahrazen pojmem obchodní závod, který je definován v § 502 tohoto zákona jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ Uvedený pohled na podnik je pohledem právním. Dle Kislingerové (2001, s.10) lze na podnik také nahlížet jako na „funkční celek – entitu, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti.“

2.2 Hodnota podniku a její kategorie

Při oceňování je nezbytné rozlišovat pojmy cena a hodnota podniku. Cenou se rozumí konkrétní částka, za kterou se aktivum v daném čase a místě obchoduje. Cenu ovlivňuje celá řada faktorů, mezi které lze například zařadit poptávku a nabídku, fáze vývoje ekonomiky, strategie vyjednávání, psychologické faktory apod. (Dluhošová, 2010)

Pod pojmem hodnota podniku je chápána částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu, kolem níž by se cena daného aktiva měla pohybovat. (Dluhošová, 2010)

Podle toho, zda podnik k financování svých potřeb využívá vlastní nebo cizí zdroje, lze rozlišovat dvě hladiny hodnot – brutto a netto. Hodnota brutto vyjadřuje hodnotu podniku jako celku. Jedná se tedy o ocenění na úrovni vlastníků i věřitelů. Hodnota netto zahrnuje hodnotu pro vlastníky, oceňován je tedy pouze vlastní kapitál. (Mařík, 2011a)

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu. U většiny podniků se předpokládá princip tzv. going concern, což znamená neomezené trvání. Jejich příjmy v dlouhém budoucím časovém horizontu však nelze objektivně určit, ale pouze odhadovat. Z tohoto důvodu je hodnota podniku závislá na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je určována. (Mařík, 2011a)

Dle Mařík (2011a) lze rozlišovat následující čtyři základní kategorie hodnoty:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizována hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota odpovídá částce, za kterou by mělo být aktivum obchodováno k datu ocenění, přičemž východiskem je existence trhu, na kterém vystupuje větší počet kupujících a prodávajících. Dle Mařík (2011, s. 22) je tržní hodnota definována jako *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“* Tržní ocenění se využívá při uvádění podniku na burzu nebo při jeho prodeji, kdy ještě není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat. (Mařík, 2011a) (Vochozka, Mulač, 2012)

Subjektivní (investiční) hodnotou se rozumí hodnota, která je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka apod. Dle Mařík (2011, s. 26) je investiční hodnota definována jako *„hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být*

zaměňován za tržní hodnotu investičního majetku.“ V rámci této kategorie je hodnota podniku vnímána jako jedinečný jev, kdy budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažerů, případně investora a diskontní míra je určena z alternativních investičních možností subjektu, z jehož pohledu je ocenění prováděno. Subjektivní hodnota daného aktiva může být vyšší nebo nižší, než je jeho tržní hodnota. Rozdíly mezi těmito dvěma kategoriemi mohou vyplývat z odlišného postoje subjektu k riziku, než je obvyklé na trhu jako celku, plánem investora proniknout na nové trhy, odlišné daňové pozici subjektu apod. Subjektivní ocenění lze použít například při rozhodování o koupi či prodeji a dále v situacích, kdy se subjekt rozhoduje mezi sanací a likvidací majetku. (Mařík, 2011a)

Objektivizovaná hodnota dává odpověď na otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou. Tento přístup lze považovat za opak subjektivního ocenění, neboť hlavním cílem je přiblížit výstup všeobecně platné hodnotě podniku, tedy hodnotě objektivní. Z důvodu, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, začalo se pracovat s pojmem objektivizovaná hodnota. Dle Mařík (2011, s. 27) tato kategorie hodnoty představuje *„typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“* Objektivizovaná hodnota by měla být založena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodržovány určité zásady a požadavky. Výstup ocenění by měl obsahovat co nejméně subjektivních prvků a výsledky od několika nezávislých znalců by měly obsahovat minimální rozdíly. (Mařík, 2011a) (Vochozka, Mulač, 2012)

Kolínská škola je přístup, který získal uznání na teoretické úrovni a v oceňovací praxi především v Německu. Tento koncept vychází ze skutečnosti, že v evropských podmínkách je problematické používat v rámci oceňování tržní hodnotu, a to z důvodu, že trh s podniky má jistá omezení a není dostatečně transparentní. (Mařík, 2011a) (Vochozka, Mulač, 2012)

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a zastává názor, že ocenění má smysl modifikovat v závislosti na základních funkcích, které Mařík (2011a,) vymezuje následovně:

- funkce poradenská – má poskytnout informace o maximální ceně, za kterou je kupující ochoten koupit a minimální ceně, za kterou je prodávajícího ochoten prodat,

- funkce rozhodčí – představuje funkci nezávislého oceňovatele (rozhodčího), který odhaduje hraniční hodnoty jednotlivých účastníků a stanovuje spravedlivou hodnotu na základě zjištěného rozpětí,
- funkce argumentační – úkolem oceňovatele je hledat pro jednoho z účastníků argumenty, které by měly vést ke zlepšení pozice dané strany při jednání,
- funkce komunikační – poskytování informací a podkladů pro komunikaci s veřejností, především pak s investory a bankami,
- funkce daňová – poskytování podkladů pro daňové účely.

Tento přístup ocenění se používá především v případech, kdy dochází k podnikovým transformacím, popřípadě k prodeji podniků.

2.3 Proces oceňování podniku

Postup ocenění podniku se může lišit z hlediska konkrétního podnětu k ocenění, kategorie hodnoty, jež má být výsledkem ocenění či volby vhodné metody. V zásadě lze uplatnit všeobecný postup, který zahrnuje sběr vstupních dat, provedení analýzy datové základny, sestavení finančního plánu a stanovení hodnoty podniku. (Mařík, 2011a)

2.3.1 Sběr vstupních dat

Zásadním krokem při stanovení hodnoty podniku je sběr vstupních dat, která se nevztahují pouze k samotnému podniku, ale také k prostředí, ve kterém se podnik nachází. Kvalitní a ověřené vstupní údaje jsou východiskem pro správné provedení strategické a finanční analýzy. (Mařík, 2011a)

Potřebné informace lze dle Mařík (2011a) rozdělit do následujících skupin:

- základní údaje o podniku (název a právní forma společnosti, identifikační číslo, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku a informace o historii podniku),
- ekonomická data (účetní výkazy za posledních alespoň 3 až 5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů a podnikové plány),
- relevantní trh (vymezení, velikost a vývoj relevantního trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity a faktory vývoje relevantního trhu),
- konkurence na relevantním trhu (hlavní přímí konkurenti, možné substituty výrobků oceňovaného podniku a bariéry vstupu do odvětví),

- odbyt a marketing (struktura odbytu, hlavní produkty, ceny, odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj podniku),
- výroba a dodavatelé (řízení kvality, certifikáty, charakter výroby, úroveň technologií, kapacity podniku, stav dlouhodobého majetku, investiční plány, struktura dodávek a dodavatelů),
- pracovníci (struktura pracovníků, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, produktivita práce, atmosféra na pracovišti a personální náklady).

2.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza představuje další fázi oceňovacího procesu, jejíž funkcí je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento potenciál se odvíjí od vnějšího a vnitřního potenciálu, kterým podnik disponuje. Součástí strategické analýzy jsou různé analytické metody používané k určení vztahů mezi okolím podniku, které zahrnuje makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh či konkurenty. (Mařík, 2011a) (Sedláčková a Buchta, 2006)

Globální analýza

V rámci globální analýzy jsou prováděny rozborů makroekonomických agregátů, mezi které lze například zařadit reálný výstup ekonomiky, míru inflace, nezaměstnanost, měnový kurz či daňovou politiku. Vedle ekonomických vlivů mohou být zkoumány také vlivy legislativní, politické, sociální, kulturní a technologické. V tomto případě lze tuto analýzu označit za PEST analýzu. (Sedláčková a Buchta, 2006)

Politické a legislativní vlivy nepředstavují pro podnik pouze významné příležitosti, ale současně také ohrožení. Tyto faktory vymezují prostor, ve kterém lze uskutečňovat podnikatelskou činnost a mohou tak významně ovlivňovat rozhodování o budoucím vývoji podniku. Mezi tyto vlivy lze například zařadit protimonopolní a daňové zákony, cenovou politiku, či regulaci exportu a importu. (Sedláčková a Buchta, 2006)

Sociální a kulturní faktory se vztahují k dané společnosti, souvisejí s její strukturou, životem obyvatelstva, společenskými a kulturními zvyky. Změny ve struktuře obyvatelstva či stárnutí obyvatelstva významně mění nároky a požadavky na výrobky a služby a vytváří tak prostor pro vznik nových podniků. Povinnosti v oblasti ochrany životního prostředí také ovlivňují rozhodování podniků, a to zejména v oblasti výroby a technologických postupů. (Sedláčková a Buchta, 2006)

S ohledem na rychlý technologický a technický vývoj je nezbytné, aby podnik tento vývoj předvídal a prováděl tak aktivní inovační činnosti. Tyto faktory se stále častěji stávají důležitějšími pro snižování nákladů a zvyšování konkurenceschopnosti podniku. (Sedláčková a Buchta, 2006)

Odvětvová analýza

Cílem odvětvové analýzy je identifikovat charakteristické rysy a specifika odvětví, ve kterém oceňovaný podnik působí. V rámci této analýzy jsou získávány informace o hlavních konkurentech podniku, dále jsou určovány přímé a nepřímé faktory konkurenční síly a je odhadován tržní podíl podniku. (Kislingerová, 2001)

Analýza odvětví je nezbytným krokem, neboť právě charakter odvětví má silný vliv na volatilitu tržeb, zisků nebo akciových kurzů. Prognózovat budoucí zisky a tržby je velice obtížné u podniků, které se vyvíjejí v souladu s hospodářským cyklem, a které se nacházejí v silně konkurenčním odvětví. Naopak relativně vysoká stabilita ve vývoji zisků a tržeb je typická pro odvětví, která jsou neutrální ve vztahu k hospodářskému cyklu. Rovněž toto platí i pro monopolní odvětví. (Veselá, 2003)

Další odvětvovou charakteristikou je vládní regulace, která může mít podobu sankcí, pokut, licencí, vládních regulací cen apod. (Kislingerová, 2001)

2.3.3 Poměrová analýza

Poměrová analýza je základním nástrojem finanční analýzy, jejíž hlavním cílem je posoudit finanční zdraví podniku, zhodnotit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti a připravit opatření k zajištění prosperity podniku. Tato metoda je nejčastěji používaným rozborovým postupem, a to z důvodu, že vychází z údajů ze základních účetních výkazů, jimiž je rozvaha a výkaz zisku a ztráty. K posouzení finanční situace podniku jsou tedy využívány veřejně dostupné informace, k nimž má přístup i externí analytik. U poměrové analýzy jsou systematicky analyzovány soustavy poměrových ukazatelů, které jsou stanoveny jako poměr jedné nebo několika účetních položek k jiné položce nebo skupině položek základních účetních výkazů. Z hlediska způsobu konstrukce soustavy lze rozlišovat pyramidovou a paralelní soustavu ukazatelů. První případ spočívá v postupné dekompozici základního syntetického ukazatele na dílčí vysvětlující ukazatele. Naproti tomu paralelní soustava není založena na matematickém rozkladu, ale na příbuznosti a interpretaci skupin ukazatelů. (Dluhošová, 2010) (Růčková, 2015)

V rámci paralelní soustavy ukazatelů se lze nejčastěji setkat s ukazateli finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Výsledné hodnoty vypočtených ukazatelů lze srovnávat s doporučeným intervalem či hodnotou. Při porovnávání výsledků je však nutné brát v úvahu, že se jedná o ideální hodnoty, které se u jednotlivých podniků mohou lišit v závislosti na postoji managementu k riziku a oborových specifik. (Dluhošová, 2010)

Pro účely této práce jsou popsány vybrané základní ukazatele, přičemž je volně čerpáno z publikace Dluhošová (2010).

Ukazatele zadluženosti

Finanční stabilitu lze zhodnotit pomocí poměrových ukazatelů zadluženosti, které udávají vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování podniku. Cílem finančního řízení je dosažení optimální zadluženosti, tedy nalezení optimálního poměru mezi vlastními a cizími zdroji. V případě, že by ke krytí potřeb byl používán pouze vlastní kapitál, mohlo by docházet k finančnímu zatěžování podniku. Zadluženost tedy nemusí být vnímána jako negativní charakteristika, neboť u finančně zdravých podniků může její růst přispívat k celkové rentabilitě.

Celková zadluženost představuje podíl cizího kapitálu na celkových aktivech podniku. Z tohoto ukazatele lze usoudit, jaká část majetkové základny je financována cizími zdroji a do jaké míry je tedy podnik schopen krýt svá aktiva vlastními zdroji. Hodnota tohoto ukazatele by se dle Dluhošová (2010) měla pohybovat v rozmezí 30 % až 70 %. Celkovou zadluženost lze vyjádřit následovně:

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}, \quad (2.1)$$

kde CZ jsou cizí zdroje a A jsou aktiva.

Zadluženost vlastního kapitálu vyjadřuje, jaká výše dluhu připadá na 1 korunu vlastního kapitálu. Hodnota tohoto ukazatele se odvíjí od fáze vývoje podniku o od postoje vlastníků k riziku. U stabilních podniků by se dle Dluhošová (2010) měla zadluženost vlastního kapitálu pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %. Výpočet tohoto ukazatele je proveden dle následujícího vztahu:

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CZ}{VK}, \quad (2.2)$$

kde CZ jsou cizí zdroje a VK je vlastní kapitál.

Úrokové krytí udává, kolikrát jsou úroky kryty provozním ziskem. V případě, že je výsledná hodnota tohoto ukazatele rovna 100 %, znamená to, že podnik nevytváří zisk a vydělává pouze na úroky. Pokud je hodnota tohoto ukazatele nižší než 100 % tak podnik nevydělává ani na úroky. Lze tedy říci, že čím je úrokové krytí vyšší, tím je finanční situace lepší. Výpočet hodnoty tohoto ukazatele se provádí pomocí následujícího vztahu:

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{I}, \quad (2.3)$$

kde $EBIT$ představuje zisk před úroky a zdaněním a I jsou nákladové úroky.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech představuje poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům. Ukazatel vypovídá o tom, jak je podnik finančně samostatný a do jaké míry je schopen krýt svůj majetek vlastním kapitálem. Vyšší hodnota ukazatele znamená lepší finanční stabilitu, na druhou stranu neúměrná úroveň by vedla k poklesu výnosnosti vložených prostředků. Vzorec pro výpočet tohoto ukazatele má následující podobu:

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{VK}{A}, \quad (2.4)$$

kde VK je vlastní kapitál a A jsou aktiva.

Ukazatele rentability

Do této skupiny patří ukazatele, jimiž je vyjádřena schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Poměřují tedy konečný efekt dosažený podnikatelskou činností ke zvolené srovnávací základně. Touto základnou mohou být celková aktiva (majetek), vlastní kapitál nebo tržby. Při hodnocení rentability podniku lze používat různé kategorie zisku, a to konkrétně zisk před úroky a daněmi ($EBIT$), zisk před zdaněním (EBT) nebo čistý zisk (EAT).

Rentabilita aktiv vypovídá o tom, zda management podniku využívá efektivně veškerá aktiva k vytváření zisku. Poměřován je tedy zisk před úroky a daněmi s celkovými aktivy investovanými do podniku bez ohledu na to, zda jsou financovány vlastními či cizími zdroji. Výpočet ukazatele lze provést dle následujícího vzorce:

$$\text{rentabilita aktiv} = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.5)$$

kde $EBIT$ představuje zisk před úroky a zdaněním a A jsou aktiva.

Rentabilita vlastního kapitálu je určena jako podíl čistého zisku na celkové velikosti vlastního kapitálu. Tento ukazatel je zejména významný pro akcionáře a další investory, neboť vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu. Měří tedy míru zisku, kterou podnik dosáhne vložením prostředků, které náleží vlastníkům. Hlavní rozdíl mezi hodnotou rentability aktiv a hodnotou rentability vlastního kapitálu vyplývá z výše dluhu. Vztah pro výpočet rentability vlastního kapitálu má následující podobu:

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.6)$$

kde EAT je čistý zisk a VK je vlastní kapitál.

Rentabilitu investovaného kapitálu lze určit jako podíl zisku před úroky a daněmi na velikosti vlastního kapitálu a dlouhodobých dluhů. Ukazatel udává, kolik zisku před úroky a daněmi připadá na jednu korunu investovaných zdrojů. Často je využíván k mezipodnikovému srovnání. Hodnotu ukazatele lze určit dle následujícího vztahu:

$$\text{rentabilita investovaného kapitálu} = \frac{EBIT}{VK + D}, \quad (2.7)$$

kde $EBIT$ představuje zisk před úroky a zdaněním, VK je vlastní kapitál a D jsou dlouhodobé dluhy.

Rentabilita tržeb představuje poměr čistého zisku k celkovým tržbám podniku. Je-li hodnota tohoto ukazatele nízká, znamená to, že podnik je špatně řízen. Střední úroveň je znakem kvalitního managementu a dobrého jména podniku na trhu. Vysoká hodnota symbolizuje nadprůměrnou úroveň. Ukazatel se často používá k mezipodnikovému srovnání. Rentabilitu tržeb lze vypočítat dle následujícího vzorce:

$$\text{rentabilita tržeb} = \frac{EAT}{T}, \quad (2.8)$$

kde EAT je čistý zisk a T jsou tržby.

Ukazatele likvidity

Likviditu lze chápat jako obecnou schopnost podniku hradit své závazky a získávat dostatek prostředků na provádění plateb. Úroveň likvidity není dána pouze hodnotou krátkodobých závazků, ale také délkou výrobního cyklu, šíří sortimentu, makroekonomickým prostředím, ve kterém se podnik nachází apod.

Celková likvidita vyjadřuje poměr oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům. Doporučená hodnota tohoto ukazatele se dle Dluhošová (2010) pohybuje v rozmezí od 1,5 do 2,5. Jako důležitější se, však jeví srovnání hodnoty ukazatele s hodnotu celkové likvidity podniku s obdobným charakterem činnosti, či s průměrem za odvětví. Hlavní slabina tohoto ukazatele spočívá v tom, že nezohledňuje skutečnost, že některá oběžná aktiva nebude možné v krátkém čase přeměnit v hotovost. Hodnotu ukazatele lze určit dle následujícího vztahu:

$$\text{celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}, \quad (2.9)$$

kde OA jsou oběžná aktiva a KZ jsou krátkodobé závazky.

Pohotová likvidita poměřuje pohotové platební prostředky s krátkodobými závazky. Těmito prostředky mohou být peníze na bankovních účtech, pokladní hotovost, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky po korekci opravnou položkou. Za doporučenou výši tohoto ukazatele lze dle Dluhošová (2010) považovat rozmezí od 1,0 do 1,5, přičemž rostoucí trend pohotové likvidity lze považovat za indikátor lepší finanční a platební situace. Pohotovou likviditu lze určit následovně:

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{OA - Z}{KZ}, \quad (2.10)$$

kde OA jsou oběžná aktiva, Z jsou zásoby a KZ jsou krátkodobé závazky.

Okamžitou likviditu lze určit jako podíl pohotových platebních prostředků na krátkodobých závazcích. Mezi pohotové platební prostředky je možné zařadit peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky. Ukazatel má spíše doplňkový charakter, a to z důvodu, že je poměrně nestabilní. Výpočet tohoto ukazatele lze provést pomocí následujícího vzorce:

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{PPP}{KZ}, \quad (2.11)$$

kde PPP jsou pohotové platební prostředky a KZ jsou krátkodobé závazky.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují relativní vázanost kapitálu v různých formách aktiv, jak krátkodobých, tak dlouhodobých. Podávají informace o tom, jak podnik využívá své majetkové části. Ukazatele aktivity jsou dvojího typu. V prvním případě informují o obratovosti, ve druhém případě poskytují informace o době obratu.

Dobu obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Doba obratu aktiv by měla být co nejkratší. Hodnotu ukazatele lze vypočítat podle následujícího vzorce:

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{A \cdot 360}{T}, \quad (2.12)$$

kde A jsou aktiva a T jsou tržby.

Doba obratu zásob představuje průměrný počet dní, po které jsou zásoby vázány v podniku až do fáze jejich spotřeby nebo prodeje. Vzorec pro výpočet tohoto ukazatele má následující podobu:

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby} \cdot 360}{T}, \quad (2.13)$$

kde T jsou tržby.

Doba obratu pohledávek vypovídá o strategii podniku v oblasti řízení pohledávek. Udává tedy, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury podniku. Hodnotu ukazatele lze určit dle následujícího vztahu:

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{P \cdot 360}{T}, \quad (2.14)$$

kde P jsou pohledávky a T jsou tržby.

Doba obratu závazků vyjadřuje, kolik dní v průměru uplyne, než podnik uhradí své závazky. Tento ukazatel charakterizuje platební disciplínu podniku vůči dodavatelům. Dobu obratu závazků lze vypočítat dle následujícího vzorce:

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky} \cdot 360}{T}, \quad (2.15)$$

kde T jsou tržby.

2.3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Zásadním krokem u většiny metod oceňování je rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně potřebná a provozně nepotřebná. Za provozně potřebný majetek lze označit majetek podniku, který je nezbytný pro provádění hlavní podnikatelské činnosti. Všechna ostatní aktiva lze považovat za provozně nepotřebná. Taktéž je nutné při určování výsledku hospodaření vyřadit ty náklady a výnosy, které souvisejí s provozně nepotřebnými aktivy. Při stanovení výsledné hodnoty podniku se zjištěná výše neprovozního majetku přičte k provozní části podniku. Hlavním důvodem pro toto rozčlenění majetku je skutečnost, že z některých částí majetku podniku plynou minimální nebo žádné příjmy. Příkladem jsou například nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu apod. Vyčlenit by se měla provozně nepotřebná aktiva i v případě, že určité příjmy generují, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být rozdílná od rizika hlavního provozu podniku. (Mařík, 2011a)

Vymezení provozně potřebných a provozně nepotřebných aktiv se odvíjí od situace konkrétního podniku a od odborného posouzení analytika. Mezi neprovozní aktiva jsou však nejčastěji zařazovány krátkodobé cenné papíry mající charakter strategické rezervy, peněžní prostředky držené nad maximálně provozně nezbytnou úroveň nebo položky dlouhodobého finančního majetku, které nemají přímou vazbu k hlavní činnosti podniku. Dalšími případy provozně nepotřebných aktiv mohou být služební byty, rekreační zařízení, nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, nadbytečné zásoby či kapacity, pro něž není za daných okolností v podniku využití apod. Příkladem položek, které je nutné vyloučit z výsledku hospodaření, jsou tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu nebo odpisy budov, či zařízení, které neslouží k hlavní podnikatelské činnosti. (Mařík, 2011a)

2.3.5 Finanční plán

Finanční plánování si klade za úkol vytvářet předpoklady pro zajištění finančního zdraví a dlouhodobé finanční stability podniku. Tento proces zahrnuje rozhodování o způsobu financování, o investování kapitálu s cílem jeho zhodnocení a také o peněžním hospodaření. Výsledkem této činnosti je finanční plán, který zobrazuje pro daná plánovací období finanční efekty podnikových činností. (Kislingerová, 2010) (Růčková, 2015)

Pokud je hodnota podniku stanovena výnosovými metodami, je sestavení finančního plánu nezbytnou částí procesu oceňování. Finanční plán je v tomto případě tvořen plánovou rozvahou, plánovaným výkazem zisku a ztráty a plánovaným výkazem cash flow. Pro

stanovení těchto výkazů je nezbytné sestavit dílčí plány, mezi které lze například zařadit plán tržeb, plán zisku, plán čistého pracovního kapitálu, plán investic či plán financování. (Mařík, 2011a)

Pro účely stanovení hodnoty podniku jsou jednotlivé plánované výkazy sestavovány ve zjednodušené podobě. Je však nezbytné, aby při zpracování tohoto kroku byly dodržovány logické vazby podnikového plánu. (Mařík, 2011a)

2.4 Metody oceňování podniku

Klíčovým krokem při oceňování je výběr metody pro stanovení hodnoty podniku. Volba vhodné metody je ovlivněna nejen účelem ocenění, ale také subjektivním postojem oceňovatele. Samotná volba správné metody má zásadní vliv na to, zda bude splněn cíl oceňování. (Dluhošová, 2010)

Pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada metod jak z teoretického, tak z praktického hlediska. Obecně lze jednotlivé přístupy k oceňování rozdělit podle konceptu ocenění a podle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. (Dluhošová, 2010)

V případě, že jsou budoucí finanční toky, z nichž je hodnota podniku odvozena, rizikové a nejisté, jsou používány metody oceňování za podmínek rizika, které lze členit na aktivní a pasivní. U pasivních metod nejsou brány v úvahu aktivní zásahy managementu v budoucnu. V tomto případě lze aplikovat metodu upraveného nákladu kapitálu nebo metodu jistotních ekvivalentů. U aktivních metod se uvažuje s budoucími aktivními zásahy managementu a jsou využívány flexibilní metody za rizika, jež jsou založeny na aplikaci metodologie reálných opcí. (Dluhošová, 2010)

Podle konceptu ocenění lze jednotlivé metody členit na metody výnosové, majetkové, kombinované a komparativní. Při zpracovávání této podkapitoly je volně vycházeno z publikací Damodaran (2006), Dluhošová (2010) a Vochozka a Mulač (2012).

2.4.1 Výnosové metody

U výnosových metod se vychází z poznatku, že hodnota statku je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. V případě podniku jsou tímto užitekem budoucí ekonomické efekty mezi, které lze zařadit zisky, dividendy nebo finanční toky. Výsledná hodnota podniku, která je získána těmito metodami, závisí na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a na stanovení nákladu kapitálu. Do této kategorie metod patří metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaných zisků.

Metody diskontovaných peněžních toků DCF

Metody diskontovaných peněžních toků jsou v současné době nejvíce využívány zejména v anglosaských zemích. Tyto metody vychází z odhadů budoucích volných peněžních toků, které plynou z realizované činnosti podniku. Prvním úkolem při použití těchto metod je správné stanovení budoucích peněžních toků, které patří mezi hlavní používaná měřítka při oceňování podniku, neboť s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota podniku. Dalším úkolem je stanovení nákladu kapitálu a dále výpočet hodnoty podniku pomocí zvolené metody ocenění.

Lze rozlišovat čtyři základní metody stanovení hodnoty podniku, jejichž volba je ovlivněna tím, zda je cílem ocenit celkový nebo pouze vlastní kapitál a také tím, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Jedná se o následující metody diskontovaných peněžních toků:

- metoda DCF-Entity,
- metoda DCF-Equity,
- metoda DDM (dividendový diskontní model),
- metoda APV.

Metoda DCF-Entity

Cílem této metody je stanovení tržní hodnoty celkového kapitálu podniku. Stěžejním krokem je určení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, které jsou následně diskontovány náklady celkového kapitálu. Hodnotu podniku jako perpetuitu lze určit pomocí následujícího vzorce:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.16)$$

kde $FCFF$ jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele a $WACC$ jsou náklady celkového kapitálu.

Volné peněžní toky, které jsou určeny vlastníkům a věřitelům, jsou generovány majetkem podniku a vztahují se k celkovému kapitálu. Lze je stanovit dle následujícího vzorce:

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{CPK} - INV + úroky \cdot (1 - t), \quad (2.17)$$

kde EAT je čistý zisk, ODP jsou odpisy, $\Delta\check{CPK}$ je změna stavu čistého pracovního kapitálu, INV jsou investiční výdaje, a t je sazba daně z příjmu.

Metoda DCF-Equity

V rámci této metody jsou stanoveny volné peněžní toky pro vlastníky, které jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu. Cílem metody je stanovení hodnoty, která připadá vlastníkům podniku. Vztah pro výpočet hodnoty jako perpetuity je následující:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.18)$$

kde $FCFE$ jsou volné peněžní toky pro vlastníky a R_E jsou náklady na vlastní kapitál.

Volné peněžní toky pro vlastníky plynou například akcionářům a jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti následovně:

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{CPK} - INV + S^C - S^S, \quad (2.19)$$

kde EAT je čistý zisk, ODP jsou odpisy, $\Delta\check{CPK}$ je změna stavu čistého pracovního kapitálu, INV jsou investiční výdaje, S^C je množství čerpaného úvěru v daném roce a S^S jsou splátky úvěru v daném roce.

Metoda DDM

Dividendový diskontní model je modifikací modelu DCF, kdy peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, která představuje peněžní tok pro vlastníky podniku. Pomocí této metody je tedy oceňován vlastní kapitál. Tento přístup stanovení hodnoty má však svá omezení, která spočívají v tom, že ho lze aplikovat pouze na podniky, které dosahují zisku a stabilně vyplácejí dividendy. Oceňovatel může využít dvě varianty výpočtu, a to s konstantními peněžními toky, či s konstantně rostoucími peněžními toky, což je tzv. Gordonův model. Propočet lze provést dle následujícího vzorce:

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.20)$$

kde DIV je dividendy v běžném období, R_E je náklad na vlastní kapitál a g je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Gordonův model, který představuje jednoduchý přístup pro stanovení hodnoty podniku, lze využít v případě, že se podnik vyznačuje stabilní mírou růstu. Tempo růstu by však mělo být menší nebo rovno tempu růstu ekonomiky, ve které se podnik nachází. Dále by mělo platit, že požadovaná výnosová míra akcionáře je větší než očekávaná míra růstu dividend.

Metoda APV

V rámci této metody je předmětem oceňování celkový kapitál. Hodnota nezádluženého podniku se stanoví tak, že volné peněžní toky nezádluženého podniku se diskontují nákladem celkového kapitálu nezádluženého podniku. Hodnota zadluženého podniku se stanoví tak, že se připočte daňový štít, který je diskontován náklady dluhu. Vztah pro výpočet hodnoty podniku jako perpetuity je následující:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.21)$$

kde $FCFE_U$ jsou finanční toky nezádluženého podniku, R_U je náklad celkového kapitálu nezádluženého podniku, TS je daňový štít a R_D jsou náklady dluhu.

Metoda kapitalizovaných zisků

Mezi výnosové metody patří také metoda kapitalizovaných zisků, která je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány z historických dat. Pro stanovení hodnoty podniku jsou oceňovatelem využívány údaje z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let. V rámci této metody se vychází z tzv. trvale udržitelného zisku, což je účetní zisk, který je podroben řadě úprav. Mezi tyto korekce lze například zařadit úpravu odpisů o reálné opotřebení, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisí s hlavní činností podniku či vyloučení skrytých rezerv apod. Propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku Z je proveden dle následujícího vzorce:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.22)$$

kde Z_t je upravený zisk za minulé období, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím, T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Vztah pro výpočet hodnoty podniku jako perpetuity je následující:

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.23)$$

kde R jsou náklady kapitálu.

2.4.2 Majetkové metody

Majetkové metody jsou založeny na ocenění jednotlivých složek majetku, závazků a dluhů. Do této skupiny lze zařadit metodu účetní, substanční a metodu likvidační hodnoty.

Účetní metoda

Oceňovatel v rámci této metody stanovuje hodnotu podniku na základě historických dat, přičemž ocenění stálých a oběžných aktiv, závazků a dluhů je v nominálních hodnotách. Nejprve je zjištěno souhrnné ocenění majetku, které je dáno součtem cen jednotlivých složek aktiv. Po odečtení hodnoty závazků a dluhů je určena hodnota vlastního kapitálu. Vztah pro výpočet je následující:

$$\text{hodnota VK} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}. \quad (2.24)$$

Substanční metoda

Východiskem této metody je stanovení reprodukční pořizovací ceny jednotlivých aktiv, která jsou snížena o reálnou hodnotu všech závazků a dluhů k datu ocenění. Předpokladem je pokračování činnosti podniku i v budoucnosti. Výstupem metody je částka, kterou by musel investor vynaložit na zřízení a vybudování identického podniku, jako je podnik oceňovaný.

Schéma výpočtu substanční hodnoty dle Dluhošová (2010, s. 179) je následující:

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \quad \underline{\text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku}} \\ = & \quad \text{Substanční hodnota brutto } S_b \\ - & \quad \underline{\text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách}} \\ = & \quad \text{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

Metoda likvidační hodnoty

V případě, že podnik v budoucnosti není schopen pokračovat ve své činnosti a směřuje k likvidaci, respektive konkurzu, lze uplatnit metodu likvidační hodnoty. Likvidační hodnotu lze vymezit jako částku, kterou by vlastníci získali rozprodejem veškerých podnikových aktiv. Po odečtení splacených závazků, včetně odměn likvidátora lze získat hodnotu netto, tedy hodnotu vlastního kapitálu. Likvidační hodnotu lze stanovit dvěma způsoby. V prvním případě se vychází z účetní hodnoty aktiv, která je upravena o inflaci. Druhý způsob spočívá v tom, že se odhadnou očekávané peněžní toky, které jsou následně diskontovány vhodnou diskontní mírou.

2.4.3 Komparativní metody

Podstatou komparativních metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Nejdříve jsou určeny multiplikátory, pomocí nichž jsou reflektovány rozdíly mezi absolutní velikostí zvolených ukazatelů oceňovaného a porovnávaného podniku. Multiplikátorem může být například ukazatel P/E pro určení hodnoty vlastního kapitálu nebo ukazatel MV/BV pro stanovení hodnoty aktiv podniku. Vzorce pro výpočet hodnoty mají následující podobu:

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatel.podnik}} \cdot EAT_{\text{oceň.podnik}}, \quad (2.25)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatel.podnik}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{oceň.podnik}} \quad (2.26)$$

kde ukazatel P/E vyjadřuje podíl tržní ceny akcie na čistém zisku na jednu akcii a indikátor MV/BV poměří tržní hodnotu s účetní hodnotou podniku.

2.4.4 Kombinované metody

Hodnota podniku je v rámci kombinovaných metod určena jako průměr propočtených hodnot dle výše popsaných metod. V praxi jsou nejčastěji kombinována výnosová a substanční ocenění, a to z důvodu, že je zohledňována jak výnosová, tak majetková stránka podniku.

Hodnotu podniku lze stanovit jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody nebo jako vážený aritmetický průměr, který má následující tvar:

$$V = w_1 \cdot V_S + w_2 \cdot V_V, \quad (2.27)$$

kde w_1 a w_2 jsou přiřazené váhy jednotlivým metodám ocenění, přičemž platí, že $w_1, w_2 \in [0;1], w_1 + w_2 = 1$.

2.4.5 Fázové metody

U většiny podniků se předpokládá princip going concern, tudíž je pro oceňovatele velmi náročné naplánovat peněžní toky v jednotlivých letech pro neomezené časové období. Dále je zapotřebí vzít v úvahu, že podnik během svého trvání prochází různými fázemi vývoje. V závislosti na počtu určených fází v rámci oceňování se rozlišují metody jednofázové, dvoufázové a vícefázové metody.

Jednofázová metoda – perpetuita

Předpokladem jednofázové metody je neomezené trvání a stejné chování podniku po celé období. Hodnota podniku je při konstantních peněžních tocích určena jako perpetuita následovně:

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.28)$$

nebo s tempem růstu či poklesu g :

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.29)$$

kde $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$, $g \in (-1; R)$. Pokud $g \in (0; R)$ pak hodnota podniku roste, když $g = 0$

tak hodnota podniku neroste, jestliže $g \in (-1; 0)$, pak se jedná o pokles hodnoty podniku.

Dvoufázová metoda

V rámci této metody dochází k rozdělení trvání podniku na dvě fáze. Délka první fáze se obvykle pohybuje okolo 4 až 6 let a je pro ni charakteristické, že volné peněžní toky lze odhadnout relativně přesně, neboť i samotná situace podniku je lépe předvídatelná. Hodnotu podniku za první fázi lze stanovit dle následujícího vzorce:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.30)$$

kde T je délka první fáze a R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi.

Druhá fáze následuje bezprostředně po první fázi a trvá do nekonečna. V případě této fáze se odhaduje pouze trend vývoje finančních toků. Hodnota podniku za druhou fázi se určí následovně:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.31)$$

kde PH je pokračující hodnota, která vyjadřuje hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. V případě, že jsou uvažovány konstantní finanční toky ve druhé fázi je pokračující hodnota určena dle následujícího vztahu:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.32)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi. Jestliže oceňovatel předpokládá konstantní růst peněžních toků ve druhé fázi, potom lze pokračující hodnotu vypočítat následovně:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.33)$$

Výslednou hodnotu podniku za obě fáze lze určit dle následujícího vzorce:

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.34)$$

Vícefázové metody

Vícefázovou metodu lze získat zobecněním předchozí dvoufázové metody. V rámci tohoto přístupu jsou volné finanční toky rozděleny do různých fází, přičemž se předpokládá, že poslední fáze má neomezené trvání. Obecný vztah pro stanovení hodnoty podniku má následující tvar:

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots V_n. \quad (2.35)$$

2.5 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu představují prostředky podniku, které musí být vynaloženy k tomu, aby podnik mohl naplnit vize, strategii a cíle vlastníků. Z pohledu investora lze tyto náklady vnímat jako minimální požadovanou výnosnost kapitálu. Tato míra výnosu je závislá na míře

rizika, které souvisí s podnikatelskou činností a na schopnosti podniku generovat v budoucnosti výnosy. Z pohledu podniku náklady kapitálu představují výdaj, který musí podnik za jeho získání vynaložit. Příkladem jsou úroky, které jsou placeny bance za poskytnutí úvěru. (Čížinská a Režňáková, 2007)

Při zpracovávání této podkapitoly je volně vycházeno z publikací Dluhošová (2010) a Copeland, Watson, Shastri (2005).

2.5.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál, někdy také označované jako vážené průměrné náklady kapitálu, zahrnují dvě složky: náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Hodnotu těchto nákladů lze určit dle následujícího vztahu:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.36)$$

kde R_D představují náklady na cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je hodnota úročeného cizího kapitálu, R_E jsou náklady na vlastní kapitál a E představuje hodnotu vlastního kapitálu.

2.5.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu představují úroky nebo kupónové platby, kterou plynou věřitelům za poskytnutí kapitálu. Konkrétní výše úrokové míry se může odvíjet od doby, na kterou poskytne věřitel zdroje dlužníkovi nebo od bonity klienta. Obecně platí, že dlouhodobé úvěry jsou úročeny vyšší úrokovou sazbou než střednědobé či krátkodobé úvěry.

Z důvodu, že úroky jsou položkou snižující daňový základ, je náklad kapitálu vyjádřen v podobě úroku sníženého o daňový štít. Vzorec pro výpočet má následující tvar:

$$R_D = i \cdot (1-t), \quad (2.37)$$

kde i je úroková sazba dluhu a t je sazba daně.

2.5.3 Náklady na vlastní kapitál

Obecně platí, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Hlavním důvodem je skutečnost, že vlastník vkládá své prostředky do podniku na neomezenou dobu a jeho výnos se odvíjí od hospodářské situace podniku, která je ovlivněna řadou podnikatelských rizik. Naproti tomu věřitel poskytuje kapitál na přesně vymezenou

dobu a má zaručený výnos v podobě úroků. Věřitel tedy podstupuje menší riziko než vlastník. Dalším důvodem je existence daňového štítu u cizích zdrojů.

Určení nákladů na vlastní kapitál je složitější než v případě nákladů dluhu. K vyčíslení nákladů na vlastní kapitál lze použít metody na bázi tržních přístupů nebo modely, které vycházejí z účetních údajů. Odhad nákladů na vlastní kapitál lze provést pomocí následujících metod:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (Capital Asset Pricing Model),
- arbitrážní model oceňování – APM (Arbitrage Pricing Model),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv, který je využit v aplikační části této práce, představuje tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se rovnovážný jednofaktorový model, u kterého je rovnováha dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Předpokladem tohoto modelu je averzní postoj investora k riziku, homogenní očekávání ohledně výnosnosti aktiv, možnost bezrizikové aktivum zapůjčovat i vypůjčovat, pevné množství aktiv, obchodovatelnost a dokonalá dělitelnost aktiv, informačně efektivní trh a neexistence tržních nedokonalostí jako jsou daně, předpisy nebo omezení na krátký prodej. Beta verze modelu CAPM má následující podobu:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.38)$$

kde $E(R_E)$ je střední hodnota výnosu vlastního kapitálu, R_F představuje bezrizikovou sazbu, β_E vyjadřuje citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ je střední hodnota výnosu tržního portfolia.

U zadluženého podniku je možné stanovit hodnotu koeficientu beta v závislosti na koeficientu beta nezadluženého podniku a zadluženosti vlastního kapitálu následovně:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.39)$$

kde β^L je beta koeficient zadluženého podniku, β^U představuje beta koeficient nezadluženého podniku, t je daňová sazba a $\frac{D}{E}$ vyjadřuje zadluženost vlastního kapitálu.

2.5.4 Iterační postup pro stanovení tržní struktury kapitálu

Při stanovení nákladů na celkový kapitál není zcela vhodné vycházet z účetních hodnot, ale z hodnot tržních. V rámci toho přístupu, však dochází ke vzniku cirkulačního problému, který vyplývá ze stanovení diskontní míry. U cizího kapitálu lze vycházet z předpokladu, že účetní hodnoty se přibližně rovnají hodnotám tržním. Problém nastává v případě hodnoty vlastního kapitálu, jehož ocenění lze získat až jako výsledek aplikace metody DCF. Cirkulační problém lze vyřešit pomocí iteračního postupu v rámci něhož dochází ke sladění struktury kapitálu v diskontní míře s výsledným oceněním podniku. Iterativním přepočtem výchozí struktury kapitálu je tedy získána tržní struktura kapitálu konkrétně pro daný podnik. Základní princip iteračního postupu spočívá v odhadu diskontní míry pro danou výchozí strukturu kapitálu. Na základě této diskontní míry je stanovena hodnota podniku, a to jednak hodnota brutto (hodnota vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu dohromady) a jednak hodnota netto, která představuje ocenění vlastního kapitálu. Na základě těchto hodnot je následně propočten nový podíl vlastního a cizího kapitálu. Výsledkem je tedy nová struktura kapitálu, která se ve většině případů bude lišit od původní struktury. Nyní bude diskontní míra stanovena na základě nové struktury kapitálu. Celý postup je opakován tak dlouho, dokud rozdíl mezi strukturou zadanou do výpočtu a strukturou výslednou nezmizí nebo se alespoň nesníží na přijatelnou úroveň. Celý proces přepočtů lze urychlit za použití výpočetní techniky, konkrétně tabulkového programu Microsoft Excel. (Mařík, 2011b)

2.6 Simulace náhodné proměnné

Při určování hodnoty podniku je v rámci aplikační části práce provedena simulace náhodné proměnné, z jejíchž hodnot jsou následně odhadovány další položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

Při zpracovávání této podkapitoly je volně čerpáno z publikace Hančlová (2012) a Zmeškal, Dluhošová, Tichý (2013).

Náhodný vývoj v čase, který je typický pro finanční aktiva, bývá označován jako stochastický proces. Tento proces lze popsat diskrétně při simulacích či spojitě při analytickém řešení. Mezi stochastické procesy lze například zařadit Wienerův proces, geometrický Brownův proces nebo mean-reversion procesy.

2.6.1 Geometrický Brownův proces

Pro geometrický Brownův proces, který má velké využití ve finančním modelování, je charakteristické, že ceny se vyvíjejí exponenciálním trendem. Tento proces vychází z následující formulace:

$$dx = \mu \cdot x \cdot dt + \sigma \cdot x \cdot dz, \quad (2.40)$$

kde x vyjadřuje výnos ceny aktiva, μ představuje průměrný výnos aktiva zpravidla za období jednoho roku a σ je směrodatná odchylka opět za rok.

Střední hodnotu a rozptyl lze určit následovně:

$$E(dx) = \mu \cdot dt \cdot x, \quad (2.41)$$

$$\text{var}(dx) = \sigma^2 \cdot dt \cdot x. \quad (2.42)$$

V případě, že se výnos finančního aktiva vyvíjí dle geometrického Brownova procesu, potom lze s využitím Itôovy lemmy pro funkci $G = \ln x$ ukázat, že:

$$dG = d \ln S = \alpha \cdot dt + \sigma \cdot dz, \quad (2.43)$$

kde $\alpha = \mu - \frac{\sigma^2}{2}$ a $\mu = \ln \frac{S_T}{S}$.

Následně lze budoucí cenu finančního aktiva S získat dle následujícího vzorce:

$$S_T = S_0 \cdot \exp(\alpha \cdot T + \sigma \cdot z). \quad (2.44)$$

Budoucí očekávanou cenu a rozptyl finančního aktiva S lze určit dle následujícího vztahu:

$$E(S_T) = S_0 \cdot \exp(\mu \cdot T), \quad (2.45)$$

$$\text{var}(S_T) = S^2 \cdot \exp(2 \cdot \alpha \cdot T) \cdot [\exp(\sigma^2 \cdot T) - 1]. \quad (2.46)$$

2.6.2 Vašíčkův model

Pro některé stochastické procesy je charakteristické, že mají v delších časových úsecích sklon k návratu k dlouhodobým rovnovážným hodnotám. Takovým případem je náhodný vývoj úrokových sazeb. Tyto stochastické procesy jsou označovány jako mean reversion procesy v rámci, kterých je zastoupen parametr pro dlouhodobou rovnováhu a parametr rychlosti přibližování hodnot k dlouhodobé rovnováze. Do skupiny nejznámějších a nejvyužívanějších stochastických spojitých modelů úrokových sazeb patří například Rendleman-Bartterův model, Ho-Leeův model, Vašíčkův model, Black-Derman-Toyův model, Cox-Ingersoll-Rossův model, Hull-Whiteův (HV) model. Vašíčkův model lze také aplikovat v podnikové sféře u finančních ukazatelů, které se v delším časovém horizontu pohybují kolem své střední hodnoty.

Vašíčkův model lze aplikovat v aritmetickém nebo geometrickém tvaru. Aritmetický tvar modelu má následující podobu:

$$dx = a \cdot (b - x) \cdot dt + \sigma \cdot d\tilde{w} \quad , \quad (2.47)$$

kde dx je změna hodnoty podnikového ukazatele, parametr a určuje rychlost přibližování k dlouhodobé rovnováze a parametr b představuje dlouhodobou rovnováhu.

Nevýhoda aritmetického tvaru spočívá v tom, že tento model může nabývat záporných hodnot, což není u některých ukazatelů žádoucí. Z tohoto důvodu je zaveden geometrický tvar modelu, který zamezuje výskytu záporných hodnot. Geometrický verze Vašíčkova modelu má následující tvar:

$$\frac{dx}{x} = a \cdot (b - \ln x) \cdot dt + \sigma \cdot d\tilde{w} \quad . \quad (2.48)$$

Budoucí hodnotu ukazatele lze získat dle následujícího vzorce:

$$x_t = x_{t-1} \cdot \exp[a \cdot (b - \ln x_{t-1}) \cdot dt + \sigma \cdot d\tilde{w}] \quad . \quad (2.49)$$

Očekávanou hodnotu ukazatele lze určit následovně:

$$E(x_t) = x_{t-1} \cdot \exp[a \cdot (b - \ln x_{t-1}) \cdot dt] \quad . \quad (2.50)$$

Stanovení vstupních parametrů

Klíčovým krokem odhadu parametrů Vašíčkova modelu regresní metodou nejmenších čtverců je převedení původního mean-reversion modelu na lineární tvar. Následně jsou stanoveny nezávislé parametry a dopočteny výchozí odhadované parametry Vašíčkova modelu. Jednotlivé parametry jsou určeny následovně:

$$a = -\frac{\hat{\beta}}{\Delta t}, \quad (2.51)$$

$$b = \frac{\hat{\alpha}}{a \cdot \Delta t}, \quad (2.52)$$

$$\sigma = \frac{\hat{\sigma}}{\sqrt{\Delta t}} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_t \varepsilon_t^2 \over \Delta t}. \quad (2.53)$$

kde a , b a σ jsou výchozí odhadované parametry Vašíčkova modelu, $\hat{\alpha}$, $\hat{\beta}$ $\hat{\sigma}$ jsou nezávislé parametry, Δt je časový interval a ε_t je reziduální odchylka.

Testování statistické významnosti koeficientů

Klíčovým krokem testování statistické významnosti koeficientů je formulace nulové a alternativní hypotézy, provedení výpočtu testovací statistiky a stanovení rozhodovací pravidla o přijetí či zamítnutí nulové hypotézy pro stanovenou hladinu významnosti. Statistický test lze provést pomocí kritického oboru testovací statistiky, intervalu spolehlivosti nebo prostřednictvím p-hodnoty.

Statistická významnost jednotlivých koeficientů modelu je testována pomocí t-testu. Nulová hypotéza vyjadřuje, že koeficient není statisticky významný na stanovené hladině významnosti. Lze ji definovat následovně:

$$H_0 : \hat{\beta}_i = 0. \quad (2.54)$$

Alternativní hypotézou je vyjádřeno, že koeficient je statisticky významný na stanovené hladině významnosti. Lze ji definovat následovně:

$$H_1 : \hat{\beta}_i \neq 0. \quad (2.55)$$

Testování je prováděno prostřednictvím t -statistiky, která má Studentovo rozdělení pravděpodobnosti s df stupni volnosti,

$$t_{df} = \frac{\hat{\beta}_i - 0}{SE_{\hat{\beta}_i}}, \quad (2.56)$$

kde $SE_{\hat{\beta}_i}$ je odhad směrodatné odchylky koeficientu $\hat{\beta}_i$.

Následně je porovnávána vypočtená t -statistika, která odpovídá dané odhadované hodnotě $\hat{\beta}_i$, s t -kritické, jež určuje percentil t -statistiky na dané úrovni významnosti α .

$$t_{df}^{vyp} = \frac{\hat{\beta}_i}{SE_{\hat{\beta}_i}}, \quad (2.57)$$

$$t_{1-\alpha/2;df}^{krit} = ST_{df}^{-1}(1-\alpha/2), \quad (2.58)$$

kde ST je distribuční funkce Studentova rozdělení a $ST_{1-\alpha/2;df}^{-1}$ představuje inverzní funkci na hladině pravděpodobnosti $1-\alpha/2$ a stupňů volnosti df .

P -hodnota udává oboustrannou pravděpodobnost dosažení hodnoty t^{vyp} ,

$$\text{Hodnota } P_{df} = 2 \cdot (1 - ST_{df}(t_{df}^{vyp})). \quad (2.59)$$

Nulová hypotéza je zamítnuta tehdy,

$$\text{jestliže } |t_{df}^{vyp}| > t_{1-\alpha/2;df}^{krit}, \quad (2.60)$$

$$\text{jestliže } \text{Hodnota } P_{df} < \alpha. \quad (2.61)$$

Nulová hypotéza je přijata tehdy,

$$\text{jestliže } |t_{df}^{vyp}| \leq t_{1-\alpha/2;df}^{krit}, \quad (2.62)$$

$$\text{jestliže } \text{Hodnota } P_{df} \geq \alpha. \quad (2.63)$$

Testování statistické významnosti modelu jako celku

Testování statistické významnosti modelu jako celku je prováděno pomocí F-testu. Nulová hypotéza vyjadřující, že model není statisticky významný na stanovené hladině významnosti je definována následovně:

$$H_0 : \hat{\beta}_0 = \hat{\beta}_1 = 0. \quad (2.64)$$

Alternativní hypotézou je vyjádřeno, že model jako celek je statisticky významný na stanovené hladině významnosti. Lze ji definovat následovně:

$$H_A : \hat{\beta}_0 \neq 0 \text{ nebo } \hat{\beta}_1 \neq 0. \quad (2.65)$$

Testování je prováděno prostřednictvím F -statistiky, která má Fisherovo rozdělení a lze ji určit následovně:

$$F = \frac{ESS / df_{ESS}}{RSS / df_{RSS}} = \frac{MS_{ESS}}{MS_{RSS}}, \quad (2.66)$$

kde ESS je rozptyl vysvětlený regresí, RSS představuje zbytkový rozptyl, MS_{ESS} je průměrný vysvětlený rozptyl, MS_{RSS} je průměrný reziduální rozptyl a df_{ESS} a df_{RSS} jsou stupně volnosti přiřazené uvedeným rozptylům.

Následně je porovnána hodnota vypočtené statistiky F^{vyp} s kritickou hodnotou F^{krit} ,

$$F_{df_{ESS}; df_{RSS}}^{vyp} = \frac{MS_{ESS}}{MS_{RSS}}, \quad (2.67)$$

$$F_{1-\alpha; df_{ESS}; df_{RSS}}^{krit} = FISH_{df_{ESS}; df_{RSS}}^{-1}(1-\alpha), \quad (2.68)$$

kde $FISH$ představuje distribuční funkci Fisherova rozdělení a $FISH_{df_{ESS}; df_{RSS}}^{-1}$ je inverzní funkce na hladině pravděpodobnosti $1-\alpha$.

$$\text{Hodnota } P_{df_{ESS}; df_{RSS}} = FISH_{df_{ESS}; df_{RSS}}(F^{vyp}). \quad (2.69)$$

Nulová hypotéza je zamítnuta tehdy,

$$\text{jestliže } F_{df_{ESS}; df_{RSS}}^{vyp} > F_{1-\alpha; df_{ESS}; df_{RSS}}^{krit}, \quad (2.70)$$

$$\text{jestliže } \text{Hodnota } P_{df_{ESS}; df_{RSS}} < \alpha. \quad (2.71)$$

Nulová hypotéza je přijata tehdy,

$$\text{jestliže } F_{df_{ESS}; df_{RSS}}^{vyp} \leq F_{1-\alpha; df_{ESS}; df_{RSS}}^{krit}, \quad (2.72)$$

$$\text{jestliže } \text{Hodnota } P_{df_{ESS}; df_{RSS}} \geq \alpha. \quad (2.73)$$

2.7 Analýza citlivosti

V rámci analýzy citlivosti se hodnotí vliv změn vstupních parametrů na výsledné hodnoty finančních veličin. Tato analýza bývá také někdy nazývána jako „Co když...“ analýza, a to podle otázky, na kterou se hledá odpověď. (Dluhošová, 2010)

V případě, že je syntetický finanční ukazatel U vyjádřen jako funkce dílčích ukazatelů F_1, F_2, \dots, F_n ,

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (2.74)$$

potom citlivost souhrnného finančního ukazatele U na první faktor F_1 , obdobně pak pro další faktory, se dá určit dvojím způsobem, jednak jako hodnota při změně faktoru takto,

$$U_{1+\alpha}^{F1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \quad (2.75)$$

nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru,

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n] - U, \quad (2.76)$$

kde α představuje relativní odchylku, která může nabývat kladných nebo záporných hodnot.

3 Charakteristika vybraného podniku

V této kapitole je uvedena charakteristika a je popsán historický vývoj oceňované společnosti Znovín Znojmo, a.s. Následně je provedena strategická analýza, která se skládá z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu. Poté je v rámci finanční analýzy posouzeno finanční zdraví podniku pomocí poměrových ukazatelů zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. V závěru je zhodnocena finanční situace oceňované společnosti.

Informace pro zpracování této kapitoly jsou čerpány z publikace Jurečka (2013), dále z výročních zpráv oceňované společnosti za období 2012 – 2016, z výročních zpráv společnosti BOHEMIA SEKT, s.r.o., Zámecké vinařství Bzenec s.r.o., Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo, CHÂTEAU VALTICE-Vinné sklepy Valtice, a.s., a VINIUM a.s. za období 2012 – 2016, z periodika Potravinářská revue, z internetových stránek Ministerstva financí, Ministerstva průmyslu a obchodu, Ministerstva zemědělství, Českého statistického úřadu a z internetových stránek oceňované společnosti.

3.1 Popis společnosti

V této části jsou vymezeny základní údaje, předmět činnosti a je popsán historický vývoj oceňované společnosti.

3.1.1 Základní údaje a předmět činnosti

Společnost Znovín Znojmo, a.s. lze v českých poměrech na základě velikosti a objemu produkce zařadit mezi středně velké vinařské společnosti. Celková spotřeba znovínského vína se v rámci ČR pohybuje okolo 3,5 %, přičemž denně se v průměru prodá 17 000 láhví vína této značky.

V Tab. 3.1 jsou shrnuty základní informace o společnosti Znovín Znojmo, a.s.

Konsolidující účetní jednotka Znovín Znojmo, a.s. vytváří konsolidační celek se svými pěti dceřinými společnostmi:

- Vinice Hustopeče, s.r.o.,
- VINICE ZNOVÍN, s.r.o.,
- Vinice Weinperky, a.s.,
- Vinice Šatov, s.r.o.,

- PREMIX, spol. s.r.o.

Tab. 3.1 Základní informace o společnosti

Obchodní název	ZNOVÍN ZNOJMO, a.s.
Sídlo:	Šatov 404, Šatov, PSČ 671 22
IČ:	46900144
Právní forma:	akciová společnost
Datum zápisu do OR:	4. května 1992
Základní kapitál:	45 217 000 Kč
Předmět činnosti:	zemědělská výroba
Předmět podnikání:	hostinská činnost, výroba, obchod a služby neuvedené
	v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, činnost účetních
	poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence

Zdroj: Výroční zpráva společnosti za rok 2016, vlastní zpracování

Základní kapitál společnosti je tvořen 45 217 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč. Akcie na jméno jsou v listinné podobě, jejich převoditelnost je omezena souhlasem představenstva a nejsou veřejně obchodovatelné. K 31. 12. 2016 vlastnilo společnost 152 akcionářů, přičemž majoritní akcionář Ing. Zdeňka Palátová vlastnila 86,47 % akcií společnosti. Na základě rozhodnutí valné hromady v roce 2013 došlo ke změně podoby akcií z listinných na majitele na listinné na jméno. Společnost tedy nyní může sledovat údaje o stávajících akcionářích.

Společnost ZNOVÍN Znojmo, a.s. se zaměřuje na výrobu tradičních odrůdových vín. Svým zákazníkům nabízí také sortiment suchých a polosuchých pozdních sběrů, vína kategorie výběr z hroznů a výběr z bobulí, vína ledová, vína slámová i vína šumivá. Výroba vína a s ním související obchodní činnost představuje pro společnost zhruba 96 % výnosů. Kromě samotné výroby vína a jeho prodeje společnost zajišťuje dodání svých produktů zákazníkům prostřednictvím zásilkového obchodu. Společnost rovněž nabízí vinařské doplňky jako jsou skleničky, otvíráky, magnetky, olivy, košile atd.

Společnost vykonává svou podnikatelskou činnost ve vlastním výrobním závodě v sídle společnosti v Šatově a dále vlastní dvě zpracovatelská střediska v Příměticích a v Jaroslavicích. Maloobchodní činnost provozuje v pronajatých prostorech ve Znojmě.

Společnost se nevěnuje pouze samotnému vínu, ale snaží se také propojit víno s uměním a se sportem. Pro své zákazníky pravidelně připravuje vinařský turistický program,

který zahrnuje návštěvu vinic, vinných sklípků nebo samotnou degustaci vín. Společnost také zavedla turistickou aktivitu Znovín Walking, která vychází z Nordic Walking.

3.1.2 Historický vývoj společnosti

Společnost Znovín Znojmo, a.s. vznikla v roce 1992 privatizací státního podniku Znovín Šatov, který se osamostatnil v roce 1990 po rozpadu Moravských vinařských závodů.

Vývoj společnosti v 90. letech byl zejména zaměřen na zachycení změn na trhu, dále na výrobní portfolio, marketing a na posilování značky Znovín. Významnou událostí pro společnost bylo v roce 1995 schválení prvního vinařského zákona, který vymezil pravidla výroby vína a také jakostní kategorie. Ve stejném roce společnost pořídila vinici Šobes v Národním parku Podyjí. V roce 1998 začala společnost již plně rozvíjet vinařský turistický program s ochutnávkami na vinicích a získala také schválení environmentálního systému, který je založený na čistší produkci v okolí řeky Dyje. V následujícím roce společnost zavedla klasickou výrobu sektů kvašených v láhvích a vytvořila privátní boxy na uložení vín v Moravském sklípku v Šatově, kde je jich dnes přes 2000. Přelom století pro společnost znamenal rozšiřování vybavení o moderní technologická zařízení. V roce 2001 byla zahájena modernizace technologie v jedné lodi Křížového sklepa v Příměticích. Společnost také v tomto roce začala organizovat akce s názvem Putování po vinicích Znojemska v rámci, kterých je umožněno široké veřejnosti si prohlédnout vinařské tratě, navštívit vinné sklepy nebo ochutnat různé druhy vín. V roce 2004 došlo k dalšímu rozšíření technologií v Příměticích a dále byla také vysazena vinice v Havraníkách. V tomtéž roce byl poprvé zahájen Burčákfest. V roce 2009 uvedla společnost na trh řadu vín Lacerta viridis, která se v současnosti stala vyhledávanou značkou. K tomu, aby byla zajištěna surovinová jistota, začala společnost počátkem roku 2011 nakupovat vinice na Hustopečsku, které tak doplňují odrůdovou skladbu Znojemska a rozšiřují chuťové spektrum znovínských vín.

3.2 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy je provedena nejprve globální a následně odvětvová analýza za účelem posouzení faktorů, které ovlivňují výkonnost podniku.

3.2.1 Globální analýza

V rámci analýzy makroprostředí jsou zkoumány ekonomické faktory, které mají vliv na výkonnost podniku. Tyto faktory jsou vázány k podnikatelskému prostředí, ve kterém se

oceňovaný podnik pohybuje. Lze mezi ně například zařadit výstup ekonomiky, míru inflace, nezaměstnanost či měnový kurz.

Hrubý domácí produkt (HDP)

Analýza výstupu ekonomiky patří mezi důležité části rozboru makroprostředí. Klíčovým indikátorem je hrubý domácí produkt, pomocí něhož lze měřit rozsah hospodářské činnosti jednotlivých zemích. Tento ukazatel udává součet peněžních hodnot finálních výrobků a služeb, které jsou vyprodukovány během jednoho roku výrobními faktory umístěnými v dané zemi. Vývoj tempa růstu HDP v ČR včetně predikce budoucího vývoje je znázorněn v Tab. 3.2

Tab. 3.2 Vývoj tempa růstu HDP v ČR

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 E	2019 E
tempo růstu HDP	-0,5 %	2,7 %	5,3 %	2,6 %	4,3 %	3,4 %	2,6 %

Zdroj: MF (2018), vlastní zpracování

Česká ekonomika dosahuje v posledních letech velmi dobrých výsledků, což je zapříčiněno příznivým vývojem hlavních obchodních partnerů a stabilní situací uvnitř ekonomiky. Z Tab. 3.2 je patrné, že nejvyšší hodnotu tempa růstu HDP lze ve sledovaném období zaznamenat v roce 2015. Tento příznivý vývoj byl zapříčiněn skutečností, že česká ekonomika byla do značné míry stimulována dočerpáváním prostředků z evropských fondů. Druhou nejvyšší hodnotu tempa růstu lze zaznamenat v roce 2017, kdy se hrubý domácí produkt meziročně zvýšil o 4,3 %. Na hospodářském růstu v roce 2017 se významně podílela spotřeba domácností, která meziročně vzrostla o 4,1 %. Zvyšování této složky bylo způsobeno zejména rychlým růstem mezd, nízkou nezaměstnaností a klesající mírou úspor. Na růstu výdajů do fixního kapitálu se zejména podílely investice do obydlí, strojů, zařízení, informačních a komunikačních technologií. Přebytek zahraničního obchodu v roce 2017 mírně vzrostl, což bylo způsobeno zvýšením přebytku bilance obchodu se službami. Nicméně příspěvek zahraničního obchodu k hospodářskému růstu se snížil na 0,4 p. b.

Pozitivní vývoj české ekonomiky se předpokládá i v roce 2018, kdy hospodářský růst by měl být nadále stimulován spotřebou domácností reflektující mzdovou dynamiku. Tato složka bude dále podporována nárůstem platů v sektoru vládních institucí, poklesem daňové zátěže u rodin s dětmi a zvyšováním výdajů na sociální zabezpečení. Investiční aktivita by měla být stimulována poklesem relativní ceny kapitálu vůči ceně práce při stále ještě nízkých

reálných úrokových sazbách a dále také čerpáním prostředků z Evropských strukturálních a investičních fondů. V roce 2019 se předpokládá zpomalení hospodářského růstu, a to z důvodu zpřísnění měnových podmínek, vyostření situace na trhu práce a zpomalení růstu v eurozóně.

Inflace

Inflace představuje zvyšování cenové hladiny v ekonomice, což má za následek snižování kupní síly peněz. Vývoj míry inflace v ČR včetně predikce budoucího vývoje je znázorněn v Tab. 3.3.

Tab. 3.3 Vývoj průměrné míry inflace v ČR

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 E	2019 E
Průměrná míra inflace	1,4 %	0,4 %	0,3 %	0,7 %	2,5 %	2,6 %	2,1 %

Zdroj: MF (2018), vlastní zpracování

V průběhu roku 2017 se meziroční inflace pohybovala nad úrovní inflačního cíle ČNB, který od roku 2010 činí 2 %. Nicméně hodnoty se nacházely v horní polovině tolerančního pásma, které je od roku 2010 stanoveno jako jeden procentní bod na obě strany od inflačního cíle. Průměrná míra inflace v roce 2017 činila 2,5 % a byla tak nejvyšší za posledních pět let. Na vývoji inflace se podílela velmi nízká míra nezaměstnanosti, která spolu s vysokým počtem volných pracovních míst vyvolala výrazný růst mezd, který se projevil v nárůstu jednotkových nákladů práce. Tento růst společně se zvyšující se cenou ropy vyvolal nabídkovou inflaci. Poptávkovou inflaci zapříčinila rostoucí spotřeba domácností. Z hlediska oddílů spotřebního koše přispěly k celoročnímu nárůstu cen potraviny a nealkoholické nápoje. Klíčové bylo zdražení pečárenských výrobků a obilovin, mléka, sýrů, vajec a masa. Navyšování cen bydlení, vody, energie, stravování a ubytování přispělo také k nárůstu celkového indexu.

Míra inflace se pravděpodobně v průběhu celého roku 2018 bude pohybovat v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB, a to i přes výrazné posílení české koruny vůči euru. Stejně tak se budou na inflaci podílet jak nabídkové, tak poptávkové faktory. Pro rok 2019 se předpokládá zpomalení míry inflace na 2,1 %.

Nezaměstnanost

Nezaměstnanost lze charakterizovat jako stav na trhu práce, kdy skupina obyvatel v produktivním věku nemá zaměstnání, ale aktivně ho hledá. Při hodnocení nezaměstnanosti není důležitá pouze její míra, ale také její struktura, délka trvání, dopad na jednotlivé skupiny obyvatelstva apod. Vývoj míry nezaměstnanosti v ČR včetně predikce budoucího vývoje je znázorněn v Tab. 3.4.

Tab. 3.4 Vývoj průměrné míry nezaměstnanosti v ČR

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 E	2019 E
Průměrná míra nezaměstnanosti	7,0 %	6,1 %	5,1 %	4,0 %	2,9 %	2,4 %	2,3 %

Zdroj: MF (2018), vlastní zpracování

Míra nezaměstnanosti klesala na rekordně nízké hodnoty – v prosinci 2017 ve věkové kategorii 15-64 let dosáhla úrovně 2,4 %. Z hlediska pohlaví činila míra nezaměstnanosti na sklonku roku 2017 u mužů 2,0 % a u žen 2,9 %. Pozitivní vývoj lze také sledovat u dlouhodobě nezaměstnaných, jejichž četnost se ve čtvrtém čtvrtletí snížila na 40 tis. Tato skutečnost souvisela s lepším postavením osob se základním vzděláním na trhu práce. Historicky nejsilnější meziroční pokles lze zaznamenat u osob s nejnižším stupněm vzdělání, u kterých nezaměstnanost klesla na 10,1 %. Na základě údajů ČSÚ lze říci, že na konci roku 2017 pracovalo v ČR historicky nejvíce osob.

Pro rok 2018 se předpokládá pokles míry nezaměstnanosti na úroveň 2,4 %, pro rok 2019 pak dále na 2,3 %.

Měnový kurz

Měnový kurz je cena jedné měny vyjádřená v jednotkách jiné měny. Jedná se tedy o směnný poměr dvou měn. Podniky, které jsou zapojeny do zahraničního obchodu, provádějí kapitálové investice v zahraničí či získávají zdroje financování v cizích měnách jsou vystaveny měnovému riziku. Toto riziko vyplývá z volatility měnového kurzu. Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost vyváží své výrobky také do zahraničí, lze měnový kurz považovat za významný indikátor makroprostředí. Vývoj měnového kurzu koruny včetně predikce budoucího vývoje je znázorněn v Tab. 3.5.

Tab. 3.5 Vývoj průměrného měnového kurzu koruny

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 E	2019 E
CZK/EUR	25,97	27,53	27,28	27,03	26,32	25,4	25,0
CZK/USD	19,56	20,75	24,6	24,43	23,36	21,2	20,8

Zdroj: MF (2018), vlastní zpracování

V dubnu roku 2017 ČNB ukončila kurzový závazek a koruna se vrátila k režimu řízeného floatingu. Po provedení této změny měnový kurz postupně posiloval a ve 4. čtvrtletí 2017 dosáhl průměrné hodnoty 25,65 CZK/EUR. Došlo tedy k meziroční apreciaci o 5,4 %. Průměrná hodnota kurzu koruny vůči americkému dolaru v 1. čtvrtletí činila 25,38 CZK/USD, v posledním kvartálu potom 21,79 CZK/USD. Koruna vůči dolaru tedy za celý rok 2017 výrazně posílila a to o 17,5 %. Výsledkem tohoto posílení byl propad cen zahraničního obchodu.

Očekává se, že v roce 2018 bude průměrný měnový kurz na úrovni 25,4 CZK/EUR a v roce 2019 ve výši 25,0 CZK/EUR. Průměrný měnový kurz koruny k americkému dolaru je pro rok 2018 odhadován ve výši 21,2 CZK/USD, pro rok 2019 na úrovni 20,8 CZK/USD.

3.2.2 Odvětvová analýza

V rámci odvětvové analýzy je popsán charakter odvětví, ve kterém oceňovaná společnost vystupuje. Následně je vymezen relevantní trh, zhodnoceno postavení oceňované společnosti na trhu a je proveden rozbor konkurence a dodavatelsko-odběratelských vztahů.

Charakter odvětví

Pěstování vinné révy v České republice je ovlivněno geografickou polohou země. Působení vlhkého atlantského vzduchu zapříčiňuje zpomalování zrání hroznů a zároveň napomáhá ke zvýšené tvorbě aromatických a kořených látek v bobulích. Originální charakter českých vín je tak dán proměnlivými povětrnostními podmínkami a heterogenní půdou. V České republice se vinná réva pěstuje ve vinařských oblastech Čechy a Morava, přičemž přes 96 % veškerých vinic se nachází právě na území Moravy.

Výroba vína se řadí mezi neutrální odvětví, pro které je charakteristická nízká citlivost na hospodářský cyklus. V případě, že se ekonomika nachází v recesi lze očekávat, že zákazníci upřednostní cenu před kvalitou a budou tedy poptávat levnější alkoholické nápoje. Naopak pokud se ekonomika nachází ve fázi konjunktury lze předpokládat, že zákazníci změní své preference a budou poptávat kvalitnější a dražší vína.

Vstup do odvětví výroby vína není příliš jednoduchý, neboť zde existuje řada bariér. Nově příchozí společnosti, které chtějí úspěšně vystupovat na tomto trhu, musí disponovat prostředky pro investování do moderních technologií, které umožňují šetrně zpracovávat a zachovávat odrůdové charakteristiky vín. Důležitá je také znalost výrobních postupů a receptur na výrobu vína. Za další bariéru vstupu lze považovat skutečnost, že pěstování vinné révy vyžaduje vhodné klimatické podmínky. Důležitou roli také sehrává tradice a pověst vinařské společnosti.

Vymezení relevantního trhu

Hlavním předmětem činnosti společnosti Znovín Znojmo, a.s. je výroba vína, která je z hlediska klasifikace ekonomických činností CZ-NACE zařazena do oddílu 11 – Výroba nápojů. Oddíl Výroba nápojů zahrnuje výrobu nealkoholických nápojů, výrobu alkoholických nápojů vyráběných hlavně kvašením a výrobu lihovin. Z hlediska území je za relevantní trh vymezena celá Česká republika. Konečnými zákazníky jsou nakupující v samoobslužných prodejnách či v prodejnách oceňované společnosti. Konkurenty jsou především tuzemští výrobci nápojů.

Na základě údajů Ministerstva průmyslu a obchodu jsou zjištěny tržby oddílu Výroba nápojů, které pro oceňovanou společnost představují velikost relevantního trhu. Dále je stanoven podíl tržeb společnosti na celkových tržbách relevantního trhu. Při určení tržního podílu společnosti se vychází z tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Tab. 3.6 Určení relevantního trhu společnosti

	2012	2013	2014	2015	2016
Relevantní trh (v mil. Kč)	62 366 000	62 842 000	64 885 000	66 830 000	67 274 000
Podnik (v tis. Kč)	258 305	268 972	254 183	282 798	303 255
Tržní podíl	0,41 %	0,43 %	0,39 %	0,42 %	0,45 %

Zdroj: MPO (2016), výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

Z Tab. 3.6 je patrné, že tržní podíl oceňované společnosti se ve sledovaném období 2012 – 2016 pohybuje okolo hodnoty 0,40 %. Z důvodu, že je společnost porovnávána s celým oddílem CZ-NACE 11, jež zahrnuje výrobu alkoholických a nealkoholických nápojů a výrobu lihovin, se podíl společnosti může jevit jako malý. Tržní podíl společnosti je určen v rámci celého oddílu, neboť hodnoty tržeb za třídu Výroba vína z vinných hroznů nejsou k dispozici.

Dodavatelé

Oceňovaná společnost si zajišťuje základní surovinu jednak formou svých vlastních vinohradů a jednak prostřednictvím místních pěstitelů. V současnosti má asi 15 až 20 dodavatelů hroznů, se kterými má uzavřené dlouhodobé smlouvy

Ačkoliv má společnost smluvně zajištěnou dodávku hroznů od jiných pěstitelů, upevňuje svou soběstačnost v základní surovině již několik let. První konkrétní opatření bylo realizováno v roce 2011, kdy došlo k nákupu 100% podílu ve společnosti Vinice Hustopeče s.r.o. a dále k nákupu 100% podílu v podniku Zemědělské sdružení s.r.o. K dalším akvizicím došlo v roce 2013, a to v případě společnosti Vinice Weinperky, a.s. a PREMIX, spol. s.r.o. Prozatím poslední nákup viničních tratí byl realizován v roce 2016. Jednalo se o 51,08 ha vinic, které nyní obhospodařuje dceřiná společnost Vinice Šatov, s.r.o. V současnosti se soběstačnost Znovínu v základní surovině pohybuje okolo 70 %.

Odběratelé a distribuce

Oceňovaná společnost realizuje velkou část prodeje vyrobeného vína prostřednictvím svých distribučních kanálů. Prodej přes obchodní řetězce tvořil v roce 2016 pouze 30 % tržeb společnosti a do budoucna se nepředpokládá ani jeho zvýšení. Tento vývoj je zapříčiněn skutečností, že společnost ukončila výrobu vína ve vratných lahvích, které se realizovaly zejména v obchodních řetězcích. Z důvodu tlaku na nízké ceny se tento sortiment stal nerentabilním. V roce 2016 byla také ukončena dodávka sektů. Kromě obchodních řetězců jsou také pro společnost důležitými odběrateli gastronomická, restaurační a hotelová zařízení. Jak již bylo uvedeno výše, společnost distribuuje většinu svých výrobků sama v rámci svých poboček, které jsou umístěny po celé ČR. Prodej je také realizován rozvážkovou a zásilkovou službou, internetovým obchodem nebo v rámci marketingových akcí. Společnost exportuje také do zahraničí, převážně na Slovensko. Tuzemský trh však zůstává pro společnost trhem rozhodujícím.

Konkurence

I přes silný konkurenční boj patří oceňovaná společnost stále mezi největší producenty vína na tuzemském trhu. Mezi konkurenty na domácím trhu se řadí například Zámecké vinařství Bzenec s.r.o. (A2), Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo (A3), CHÂTEAU VALTICE-Vinné sklepy Valtice, a.s. (A4) a VINIUM a.s. (A5). Tato konkurenční vinařství spolu s oceňovanou společností vykazují obdobnou výši tržeb a

obdobný objem produkce. Významným konkurentem je také společnost BOHEMIA SEKT, s.r.o. (A1).

V Tab. 3.7 jsou uvedeny hodnoty tržních podílů vybraných konkurentů, přičemž u společnosti Zámecké vinařství Bzenec s.r.o. (A2) není možné v roce 2016 určit tržní podíl, neboť společnost nemá zveřejněnou účetní závěrku.

Tab. 3.7 Podíly tržeb vybraných konkurenčních společností na tržbách relevantního trhu

	2012	2013	2014	2015	2016
A1	1,92 %	2,02 %	2,12 %	2,29 %	2,24 %
A2	0,44 %	0,43 %	0,41 %	0,37 %	
A3	0,42 %	0,37 %	0,32 %	0,32 %	0,33 %
A4	0,35 %	0,38 %	0,36 %	0,37 %	0,36 %
A5	0,32 %	0,34 %	0,35 %	0,33 %	0,28 %

Zdroj: MPO (2016), výroční zprávy společností, vlastní zpracování

Z Tab. 3.7 je patrné, že největší tržní podíl má společnost Bohemia Sekt, s.r.o. (A1), který se ve sledovaném období pohybuje okolo hodnoty 2,00 %. Na základě dostupných údajů lze konstatovat, že společnost Zámecké vinařství Bzenec s.r.o. (A2) má přibližně stejný tržní podíl jako společnost Znovín Znojmo, a.s.

V Tab. 3.8 jsou uvedeny hodnoty aktiv, vlastního kapitálu a tržeb výše uvedených konkurentů oceňované společnosti. Údaje společnosti Zámecké vinařství Bzenec s.r.o. nejsou za rok 2016 k dispozici.

Tab. 3.8 Hodnoty aktiv, tržeb a vlastního kapitálu konkurentů v tis. Kč. v letech 2014 – 2016

	A1	A2	A3	A4	A5
Aktiva 2014	1 397 912	394 478	441 475	474 484	268 688
Vlastní kapitál 2014	596 394	203 019	238 379	311 976	5 896
Tržby 2014	1 372 739	267 540	208 873	236 014	230 048
Aktiva 2015	1 606 142	419 524	442 625	513 069	239 156
Vlastní kapitál 2015	875 164	211 253	242 380	331 189	16 854
Tržby 2015	1 527 679	249 235	212 720	245 942	219 763
Aktiva 2016	1 646 604		406 284	558 175	240 736
Vlastní kapitál 2016	875 164		245 922	349 020	8 595
Tržby 2016	1 509 296		218 956	240 784	188 221

Zdroj: Výroční zprávy společností, vlastní zpracování

Z Tab. 3.8 je zřejmé, že v roce 2016 vykazuje nejvyšší hodnotu aktiv, vlastního kapitálu a tržeb společnost BOHEMIA SEKT, s.r.o. (A1). Naopak nejnižší hodnotu aktiv, vlastního kapitálu a tržeb lze zaznamenat v roce 2016 u společnosti VINIUM a.s. (A5).

3.3 Poměrová analýza

Finanční situace společnosti je zhodnocena pomocí poměrové analýzy, která je zaměřena na oblast zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Na základě dat uvedených ve výročních zprávách jsou vypočteny vybrané poměrové ukazatele. Vývoj finanční situace společnosti je sledován za období posledních pěti let, tedy od roku 2012 do roku 2016.

Tab. 3.9 Hodnoty vybraných ukazatelů zadluženosti v letech 2012 až 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost	53,10 %	54,79 %	52,74 %	50,21 %	45,90 %
Zadluženost VK	113,74 %	123,15 %	112,61 %	102,18 %	85,61 %
Úrokové krytí	104,08 %	239,24 %	540,97 %	615,01 %	967,15 %
Podíl VK na aktivech	46,68 %	44,49 %	46,83 %	49,13 %	53,62 %

Zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

Celková zadluženost společnosti Znovín Znojmo, a.s. udává podíl celkových dluhů k celkovým aktivům. Hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat mezi 30 % až 60 %. Z Tab. 3.9 je patrné, že ve sledovaném období je doporučené rozmezí hodnot splněno. Na základě hodnot ukazatele celkové zadluženosti lze konstatovat, že majetek společnosti je z poloviny kryt cizími zdroji. Zadluženost vlastního kapitálu se ve sledovaném období pohybuje v doporučeném pásmu od 80 % do 120 %. Výjimkou je rok 2013, kdy hodnota tohoto ukazatele přesáhla horní hranici, tedy 120 %. Z Tab. 3.9 je patrné, že od roku 2014 se zadluženost vlastního kapitálu snižuje. Tato skutečnost je zapříčiněna zvyšující se hodnotou nerozděleného zisku minulých let, což je výrazně patrné na konci sledovaného období. U vývoje hodnoty ukazatele úrokové krytí lze zaznamenat rostoucí trend. Důvodem je rostoucí zisk společnosti a stabilní úroveň nákladových úroků. Na základě hodnot tohoto ukazatele lze usoudit, že společnost je v dobré finanční situaci a nevydělává pouze na úroky. Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech od roku 2014 roste, což znamená, že finanční samostatnost společnosti se zvyšuje. Na základě hodnot tohoto ukazatele lze konstatovat, že majetek společnosti je téměř z poloviny kryt vlastními zdroji.

Tab. 3.10 Hodnoty vybraných ukazatelů rentability v letech 2012 až 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	2,04 %	4,15 %	8,83 %	9,14 %	12,96 %
ROE	-0,01 %	4,15 %	12,69 %	12,64 %	17,53 %
ROCE	3,92 %	8,53 %	18,28 %	18,11 %	23,45 %
ROS	-0,01 %	2,80 %	9,85 %	10,06 %	15,80 %

Zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

Z Tab. 3.10 je patrné, že společnost Znovín Znojmo, a.s. je nejméně rentabilní na počátku sledovaného období, poté se hodnoty všech ukazatelů postupně zvyšují. V roce 2015 dochází k mírnému poklesu ukazatele rentability vlastního kapitálu a ukazatele rentability investovaného kapitálu. Na základě vypočtených hodnot lze říci, že rentabilita aktiv a tržeb vykazuje ve sledovaném období žádoucí rostoucí trend.

Na počátku sledovaného období společnost vykazuje ztrátu a velmi nízký zisk před úroky a daněmi, což se negativně projevilo v hodnotách ukazatelů rentability. Kladný a zvyšující se výsledek hospodaření v následujících letech způsobil postupný nárůst hodnot jednotlivých ukazatelů rentability. Nepříznivá finanční situace společnosti byla v roce 2012 způsobena prudkým poklesem prodeje levnějších tzv. orlicových vín. Patrný byl také nárůst konkurence v podobě nově vznikajících malých společností a soukromých firem na trhu kvalitních ročníkových vín, která v současné době zákazníci stále více poptávají. Ztráta společnosti v roce 2012 byla také zapříčiněna draze nakupovanými hrozny a prudkým nárůstem cen sudového vína, která společnost musela dovážet ze zahraničí z důvodu nedostatku svých surovin. Tato skutečnost měla také vliv na pokles prodeje vín, neboť čeští zákazníci preferují vína moravského původu. Finanční situace podniku byla také ovlivněna boji mezi obchodními řetězci, které spočívaly ve velkém tlaku na ceny. Společnost nebyla schopna se v některých levných kategoriích výrobků přizpůsobit, neboť by musela realizovat víno pod výrobní náklady. Výsledkem tak byl pokles podílů u některých obchodních řetězců.

Tab. 3.11 Hodnoty vybraných ukazatelů likvidity v letech 2012 až 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Celková likvidita	4,17	2,67	2,65	2,54	2,69
Pohotová likvidita	1,05	0,67	0,78	0,80	1,20
Okamžitá likvidita	0,29	0,27	0,39	0,51	1,00

Zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

Celková likvidita společnosti Znovín Znojmo, a.s. se ve sledovaném období pohybuje v rozmezí od 2,54 do 4,17. Doporučené pásmo hodnot tohoto ukazatele je od 1,5 do 2,5. Z Tab. 3.11 je patrné, že hodnoty ve všech letech přesahují doporučený interval. Ukazatel celkové likvidity je nejvyšší na počátku sledovaného období, kdy dosahuje hodnoty 4,17. Důvodem je výrazné zvýšení krátkodobých závazků z obchodních vztahů ve srovnání s ostatními roky. Hodnoty ukazatele pohotové likvidity by se měly pohybovat v doporučeném rozmezí od 1,0 do 1,5., což je u společnosti Znovín Znojmo, a.s. splněno pouze v roce 2012 a 2016. V ostatních letech jsou hodnoty tohoto ukazatele nižší, než je dolní hranice doporučeného intervalu. Tato skutečnost je v roce 2013 způsobena výrazným navýšením krátkodobých závazků. Poté dochází k postupnému zvyšování oběžných aktiv snížených o zásoby, což se výrazněji projeví na hodnotě pohotové likvidity v roce 2016. Hodnota ukazatele okamžité likvidity by se měla pohybovat okolo hodnoty 0,2, což u společnosti v rámci sledovaného období není splněno. Nejvyšší hodnoty ukazatel dosahuje v roce 2016. Důvodem je patrný nárůst peněžních prostředků na účtech v bankách.

Tab. 3.12 Hodnoty vybraných ukazatelů aktivity ve dnech v letech 2012 až 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
DO aktiv	553,75	557,18	609,22	600,90	617,78
DO zásob	253,87	257,53	259,17	238,98	198,84
DO pohledávek	61,41	51,74	53,29	40,59	27,02
DO závazků	81,28	128,89	138,38	137,33	133,61

Zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní zpracování

Z Tab. 3.12 je patrné, že hodnota ukazatele doby obratu aktiv se s výjimkou roku 2015, kdy došlo k mírnému snížení hodnoty, zvyšuje. Doba obratu aktiv v roce 2016 je o více jak dva měsíce delší než na počátku sledovaného období. Z Tab. 3.12 je zřejmé, že doba obratu zásob se v průměru pohybuje okolo 242 dní. Počet dní, po které jsou zásoby vázány ve společnosti, se vlivem poklesu jejich velikosti v roce 2016 snížil na 199 dní. Vývoj hodnoty ukazatele doby obratu pohledávek vykazuje klesající tendenci s výjimkou roku 2014, kdy dochází k mírnému zvýšení. Pro společnost to znamená pozitivní jev, neboť se zkracuje počet dní, které uplynou mezi vystavením faktury za prodej výrobků a okamžikem připsání prostředků na účet společnosti. Doba obratu pohledávek v roce 2016 činí 28 dní a je tedy výrazně kratší než na počátku sledovaného období. Doba obratu závazků se v průměru pohybuje okolo 124 dní, přičemž nejkratší je v roce 2012.

3.3.1 Zhodnocení finanční situace společnosti

Finanční situace společnosti Znovín Znojmo a.s. se na základě výsledků poměrové analýzy jeví jako velmi dobrá.

Z výsledků z provedené finanční analýzy vyplývá, že společnost byla nejméně rentabilní na počátku sledovaného období. Výpadek tvorby zisku byl zapříčiněn draze nakupovanými hrozny a prudkým nárůstem cen sudového vína, které společnost musela dovážet ze zahraničí z důvodu nedostatku svých surovin. Svůj podíl také sehrál prodej levných vín, který v tomto roce poklesl. Na druhou stranu tato nepříznivá finanční situace vedla k tomu, že společnost v následujících letech realizovala opatření v podobě nákupu vinic s cílem zajistit si základní surovinu. V oblasti zadluženosti se výsledky ukazatelů pohybují v doporučeném pásmu. Majetek je v rámci sledovaného období kryt z poloviny cizími zdroji, přičemž finanční samostatnost společnosti se postupně zvyšuje. Společnost má dostatek likvidních prostředků a lze předpokládat, že v případě neočekávaných událostí by byla schopna pružně reagovat. Na druhou stranu se však nabízí otázka, zda by nebylo vhodné tyto volné prostředky využít za účelem dosažení vyšší rentability. Společnost lze také označit za solventní, neboť doba obratu pohledávek je výrazně kratší než doba obratu závazků.

4 Ocenění podniku a zhodnocení výsledků

Hodnota společnosti Znovín Znojmo, a.s., která je určována ke dni 1. 1. 2017, je v rámci této kapitoly stanovena pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků. Oceňování celkového kapitálu je rozděleno do dvou fází, kdy první fáze odpovídá intervalu od roku 2017 do roku 2019. Následující druhá fáze začíná rokem 2020 a pokračuje do nekonečna. V následujících podkapitolách jsou popsány jednotlivé kroky, které je nezbytné provést před samotným oceněním podniku. Nejprve je stanoven model pro predikci náhodné proměnné a dále je provedena simulace náhodné proměnné, která je podkladem pro sestavení finančního plánu. Poté jsou určeny náklady kapitálu a je stanovena hodnota společnosti. V závěru je provedena analýza citlivosti v rámci, které je zkoumán vliv změny volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, nákladů na celkový kapitál a vliv změny parametru g na výslednou hodnotu oceňované společnosti.

4.1 Finanční plán

Nezbytnou součástí ocenění společnosti výnosovou metodou je vytvoření finančního plánu. Finanční plán je sestaven na období čtyř let, tedy od roku 2017 do roku 2020 a skládá se z plánu tržeb, zisku, čistého pracovního kapitálu, investic a z plánu financování. Klíčovou část představuje plán tržeb, neboť právě plánované tržby jsou podkladem pro odhad dalších veličin. Před samotnou tvorbou finančního plánu je provedeno rozdělení aktiv oceňované společnosti na provozně potřebná a provozně nepotřebná.

4.1.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Důležitým krokem před tvorbou finančního plánu je rozdělení aktiv na provozně potřebná a provozně nepotřebná. Rovněž je zapotřebí vyřadit z výnosů a z nákladů ty položky, které nesouvisí s provozně potřebnými aktivy.

Z důvodu nedostatku interních informací jsou vyčleněny alespoň ty položky, které jsou mezi provozně nepotřebná aktiva zařazovány nejčastěji. Za majetek provozně nepotřebný bývá označován dlouhodobý finanční majetek. Oceňována společnost ve sledovaném období 2012 – 2016 vykazuje v dlouhodobém finančním majetku položku podíly v ovládaných a řízených osobách a položku půjčky a úvěry. V prvním případě se jedná o podíly, které společnost nakoupila za účelem získání vinohradů a posílení tak své soběstačnosti v základní surovině. Tento majetek lze proto označit za provozně potřebný. Půjčky a úvěry jsou zařazeny mezi provozně nepotřebná aktiva, a to z důvodu nedostatku informací o charakteru této

položky. Krátkodobý finanční majetek společnosti zahrnuje položku peněžní prostředky a položku účty v bankách. Maximální provozně nezbytnou úroveň peněžních prostředků lze odhadovat na základě ukazatele okamžité likvidity. Dle Mařík (2011) by peněžní prostředky měly obnášet okolo 20 % krátkodobých závazků. Pro účely této práce je provozně potřebná výše peněžních prostředků stanovena na úrovni 18 % krátkodobých závazků, což odpovídá průměrné hodnotě ukazatele okamžité likvidity za oddíl Výroba nápojů dle klasifikace CZ - NACE za období 2012 – 2016. Z majetku oceňované společnosti jsou také vyloučeny krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, které jsou po lhůtě splatnosti déle než 180 dní. Velikost provozně potřebných a provozně nepotřebných aktiv je uvedena v Tab. 4.1.

Tab. 4.1 Velikost provozně potřebných a provozně nepotřebných aktiv v tis. Kč.

Položka (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek	36	0	599	394	189
Dlouhodobý hmotný majetek	77 808	74 607	96 521	122 919	127 325
Dlouhodobý finanční majetek	59 265	74 196	65 145	66 553	79 107
Zásoby	182 155	192 414	182 992	187 728	167 500
Pohledávky	41 993	37 582	36 568	31 580	21 863
Peněžní prostředky	10 498	17 334	17 586	19 419	20 259
Časové rozlišení aktiv	8 903	6 104	4 819	3 858	6 682
Provozně potřebná aktiva	380 658	402 237	404 230	432 451	422 925
Provozně nepotřebná aktiva	16 668	14 059	25 920	39 591	97 478

Zdroj: Výroční zprávy společnosti za období 2012 – 2016, vlastní zpracování

Z důvodu takto rozčleněného majetku jsou z výsledku hospodaření vyloučeny tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, výnosové úroky a ostatní finanční výnosy a náklady. Velikost upraveného výsledku hospodaření je uvedena v Tab. 4.2.

Tab. 4.2 Velikost upraveného provozního a finančního výsledku hospodaření v tis. Kč.

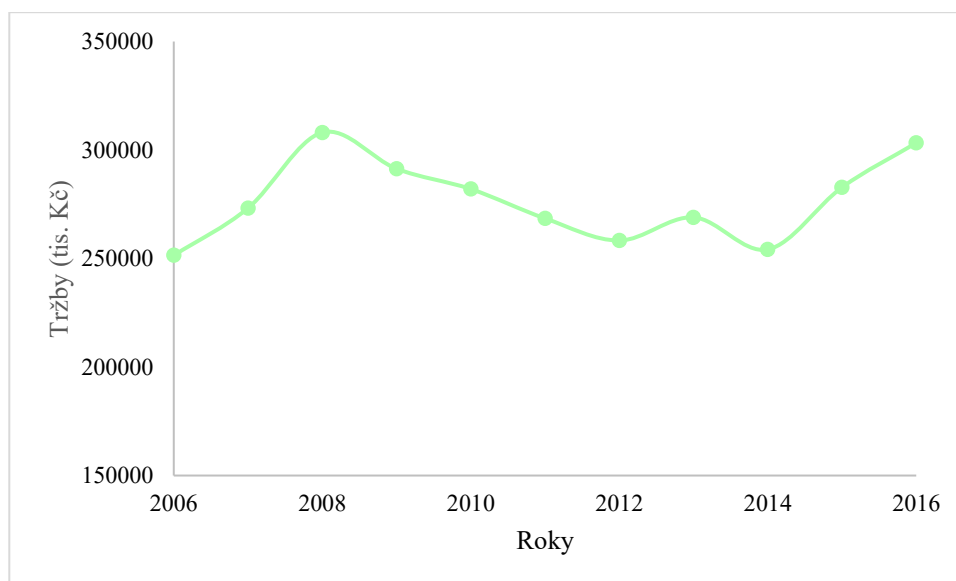
Položka (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	6 420	16 542	37 589	43 574	67 897
Vyloučení VH z prodeje majetku a materiálu	-147	-276	-114	2 698	282
Provozní výsledek hospodaření (po úpravě)	6 567	16 818	37 703	40 876	67 615
Finanční výsledek hospodaření	-6 102	-6 497	-6 633	-7 441	-7 448
Vyloučení výnosových úroků	483	322	241	242	242
Vyloučení ostatních finančních výnosů a nákladů	1 210	395	146	-667	-719
Finanční výsledek hospodaření (po úpravě)	-7 795	-7 214	-7 020	-7 016	-6 971

Zdroj: Výroční zprávy společnosti za období 2012 – 2016, vlastní zpracování

4.1.2 Odhad vývoje tržeb

Predikce vývoje tržeb je prvním zásadním krokem pro stanovení hodnoty společnosti. Důvodem je skutečnost, že v závislosti na predikovaných tržbách se dále odvíjí výše zisku, čistého pracovního kapitálu a investic. Při odhadu modelu pro predikci tržeb je vycházeno z historického vývoje tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb za období 2006 – 2016. V rámci této práce pojem tržby představuje položku tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, není-li uvedeno jinak.

Graf 4.1 Vývoj tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb v tis. Kč. v letech 2006 – 2016



Zdroj: Výroční zprávy společnosti za období 2006 – 2016, vlastní zpracování

Na základě grafu 4.1, který zachycuje historický vývoj tržeb oceňované společnosti, lze konstatovat, že po většinu sledovaného období se tržby navracely k dlouhodobé rovnováze. Nicméně od roku 2014 lze zaznamenat rostoucí tendenci. Z tohoto důvodu se v rámci této práce vychází z předpokladu, že tržby se vyvíjí dle geometrického Brownova procesu a mean reversion procesu, u něhož se předpokládá návrat k dlouhodobé rovnováze. Jelikož tržby nemohou dosahovat záporných hodnot, je aplikována geometrická verze Vašíčkova modelu. Predikce tržeb je provedena dle výše uvedených postupů z důvodu, že nebyla pomocí regresní analýzy nalezena statisticky významná závislost tržeb společnosti na zvolených faktorech, konkrétně na teplotě, srážkách, spotřebě vína, ploše vinic, výnosu vinic, HDP, míře inflace, měnovém kurzu eura a dolaru, nezaměstnanosti, exportu a importu.

Simulace vývoje tržeb dle Geometrického Vašíčkova modelu

Nezbytným krokem před simulací tržeb dle Vašíčkova modelu je provedení odhadu parametrů a ověření statistické významnosti parametrů modelu a modelu jako celku. Statistická verifikace je provedena na 10% hladině významnosti.

Odhad parametrů geometrického Vašíčkova modelu je proveden pomocí metody nejmenších čtverců v rámci modulu *Regrese* v programu Microsoft Excel. Vysvětlovanou proměnnou představují spojité výnosy určené jako $\ln(\frac{T_t}{T_{t-1}})$ a vysvětlující proměnnou je $\ln T_t$.

Ověření statistické významnosti modelu jako celku je provedeno pomocí F-testu. Výsledek výstupu regrese je uveden v Tab. 4.3.

Tab. 4.3 Anova

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	9,5E-05	9,5E-05	3,7386	0,0892
Rezidua	8	0,0002	2,5E-05		
Celkem	9	0,0003			

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě vztahu (2.64) a (2.65) je stanovena nulová a alternativní hypotéza. Ostatní hodnoty jsou převzaty z výstupu regrese. Z Tab. 4.3 je patrné, že *hodnota P* je menší než α . Z důvodu, že platí pravidlo vymezené vztahem (2.71) je přijata alternativní hypotéza a zamítnuta nulová hypotéza. Na základě F-testu lze tedy konstatovat, že model jako celek je statisticky významný na hladině významnosti 10 %.

Ověření statistické významnosti jednotlivých parametrů modelu je provedeno pomocí T-testu. Výsledek výstupu regrese je uveden v Tab. 4.4.

Tab. 4.4 ANOVA

	Koeficienty	Chyba střední hodnoty	T statistika	Hodnota P
$\hat{\alpha}$	0,6404	0,3305	1,9381	0,0886
$\hat{\beta}$	-0,0510	0,0264	-1,9336	0,0892

Zdroj: Vlastní zpracování

Nulová a alternativní hypotéza je opět stanovena na základě vztahu (2.54) a (2.55). Ostatní hodnoty jsou převzaty z výstupu regrese. Z Tab. 4.4 je zřejmé, že *hodnota P* je menší

než α . Z důvodu, že platí pravidlo vymezené vztahem (2.61) je přijata alternativní hypotéza a zamítnuta nulová hypotéza. Na základě T-testu lze tedy říci, že jednotlivé parametry modelu jsou statisticky významné na hladině významnosti 10 %.

Z výše uvedené statistické verifikace vyplývá, že pro odhad vývoje tržeb lze aplikovat geometrickou verzi Vašíčkova modelu, neboť parametry modelu a model jako celek jsou statisticky významné na 10% hladině významnosti.

Na základě výstupu regresní analýzy je proveden dopočet výchozích odhadovaných parametrů Vašíčkova modelu dle vzorce (2.51), (2.52) a (2.53).

V Tab. 4.5 jsou uvedeny parametry, které jsou nezbytné pro provedení simulace tržeb.

Tab. 4.5 Vstupní údaje pro simulaci tržeb dle geometrického Vašíčkova procesu

$\hat{\alpha}$	0,64
$\hat{\beta}$	-0,05
a	0,05
b	12,55
σ	0,07
Časový interval	1
Hodnota tržeb v roce 2016 v tis. Kč.	303 255

Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.5 je zřejmé, že parametr rychlosti přibližování k dlouhodobé rovnováze a nabývá hodnoty 0,05 a parametr dlouhodobé rovnováhy b činí 12,55. Za výchozí úroveň tržeb je stanovena výše tržeb v roce 2016. Časový interval odpovídá jednomu roku.

Následně jsou vygenerována náhodná čísla ε z normovaného normálního rozdělení $N(0,1)$ pro jeden tisíc náhodných scénářů na budoucí čtyři roky. Tato operace je provedena pomocí *Generátoru náhodných čísel*, který je dostupný v programu Microsoft Excel.

Po dosazení vstupních hodnot do vzorce (2.49) lze získat výsledný vztah pro simulaci tržeb, který má následující podobu:

$$T_{i,t} = T_{i,t-1} \cdot \exp \left[\left(0,05 \cdot (12,55 - \ln T_{i,t-1}) \cdot 1 \right) + 0,07 \cdot \varepsilon \cdot \sqrt{1} \right], \quad (2.77)$$

kde $T_{i,t}$ jsou tržby pro i -tý scénář v čase t a ε je náhodná složka.

Simulace vývoje tržeb dle geometrického Brownova procesu

V rámci této varianty je simulace tržeb provedena pomocí geometrického Brownova procesu, u něhož se předpokládá, že tržby vykazují trend, a tudíž nemají tendenci se navracet k dlouhodobé rovnováze.

Před samotnou simulací tržeb dle geometrického Brownova procesu je nezbytné stanovit vstupní údaje. Střední hodnota výnosů je v programu Microsoft Excel určena pomocí funkce *PRŮMĚR*, směrodatná odchylka je stanovena pomocí funkce *SMODCH* a časový interval odpovídá jednomu roku. Výchozí úroveň tržeb odpovídá hodnotě tržeb v roce 2016. Konkrétní hodnoty vstupních údajů jsou uvedeny v Tab. 4.6.

Tab. 4.6 Vstupní údaje pro simulaci tržeb dle geometrického Brownova procesu

Střední hodnota	1,87 %
Směrodatná odchylka	6,85 %
Časový interval	1
Hodnota tržeb v roce 2016 v tis. Kč.	303 255

Zdroj: Vlastní zpracování

Následně jsou vygenerována náhodná čísla ε z normovaného normálního rozdělení $N(0,1)$ pro jeden tisíc náhodných scénářů na budoucí čtyři roky. Tato operace je provedena pomocí *Generátoru náhodných čísel*, který je dostupný v programu Microsoft Excel.

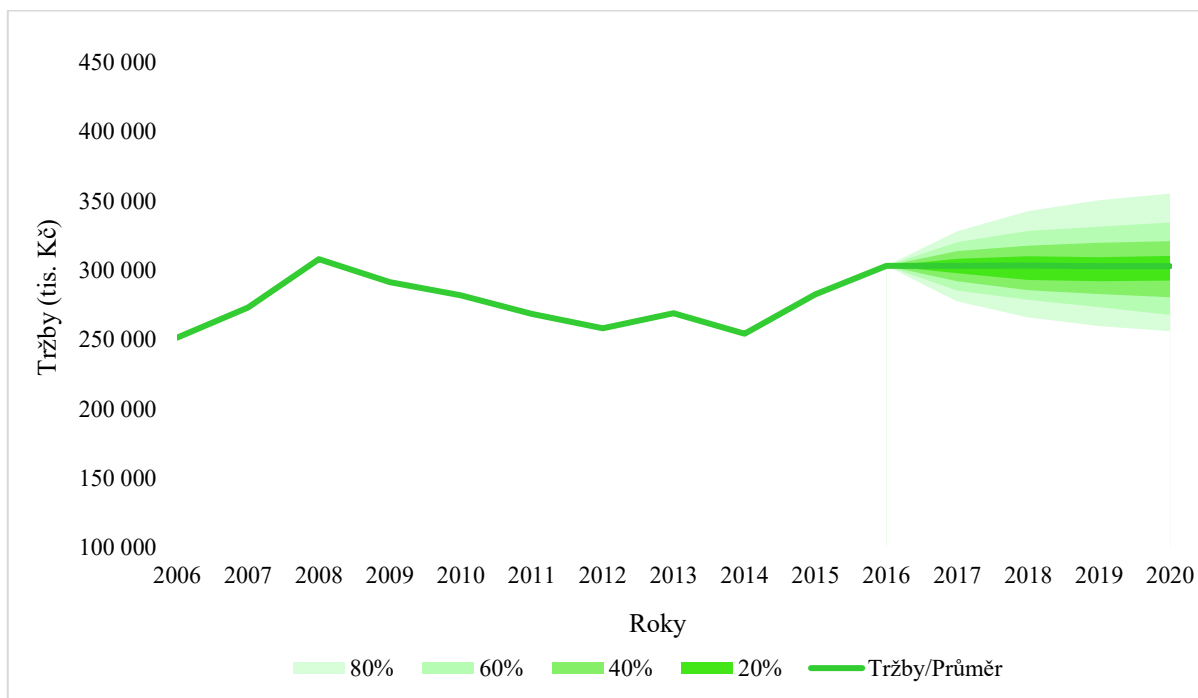
Po dosazení vstupních hodnot do vzorce (2.44) lze získat výsledný vztah pro simulaci tržeb, který má následující podobu:

$$T_{i,t} = T_{i,t-1} \cdot \exp \left[\left(0,0187 - \frac{0,0685^2}{2} \right) \cdot 1 + 0,0685 \cdot \varepsilon \cdot \sqrt{1} \right], \quad (2.78)$$

kde $T_{i,t}$ jsou tržby pro i -tý scénář v čase t a ε je náhodná složka.

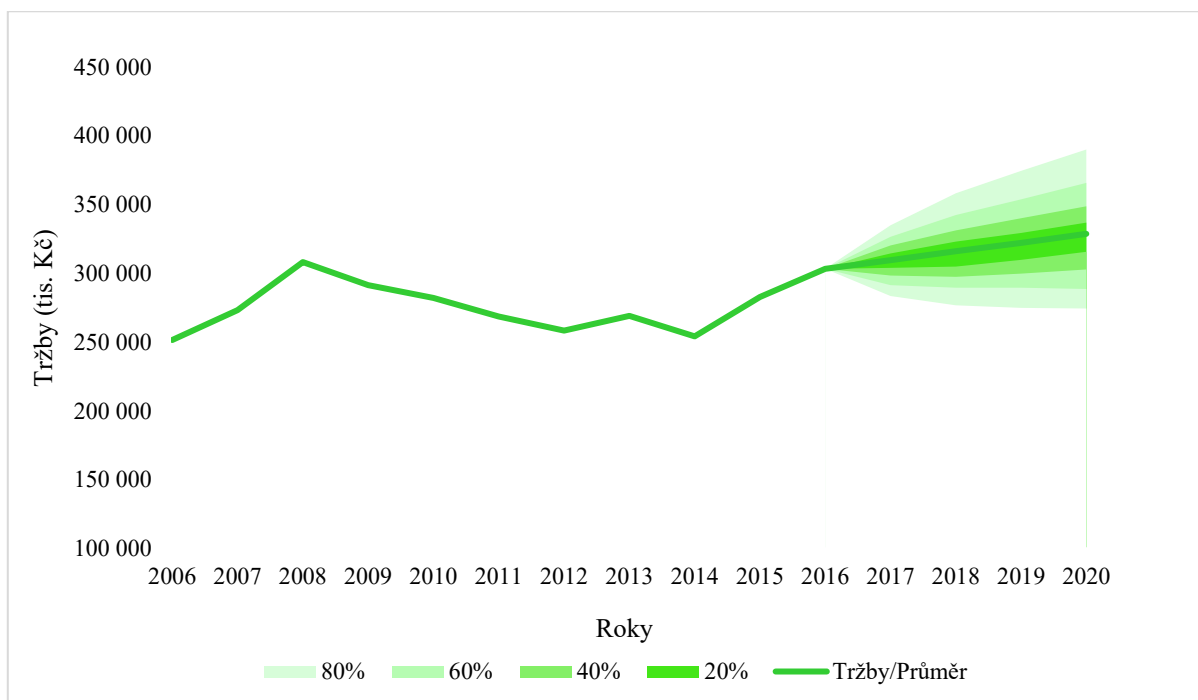
Historický a simulovaný vývoj tržeb v tis. Kč dle geometrického Vašíčkova procesu a dle geometrického Brownova procesu je znázorněn v grafu 4.2 a 4.3.

Graf 4.2 Historický a simulovaný vývoj tržeb v tis. Kč dle geometrického Vašíčkova procesu v letech 2006 – 2020.



Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 4.3 Historický a simulovaný vývoj tržeb v tis. Kč dle geometrického Brownova procesu v letech 2006 – 2020.



Zdroj: Vlastní zpracování

4.1.3 Plán čistého zisku

Cílem této kapitoly je provedení odhadu čistého zisku společnosti Znovín Znojmo, a.s., a to na období 2017 – 2020 pomocí jednoho tisíce scénářů. Při výpočtu čistého zisku jsou zohledňovány obě varianty predikce tržeb, které jsou popsány v předchozí kapitole.

Plán VH před úroky a daněmi

Nejprve je stanoven výsledek hospodaření před úroky a zdaněním $VH_{i,t}^{\text{před úroky a zdaněním}}$, jehož výpočet je proveden dle následujícího vztahu:

$$VH_{i,t}^{\text{před úroky a zdaněním}} = T_{i,t} - VN_{i,t} - FN_{i,t} - ODP_{i,t} + OPV_{i,t} + OM_{i,t}, \quad (2.79)$$

kde $T_{i,t}$ je výše tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb pro i -tý scénář v čase t , $VN_{i,t}$ jsou variabilní náklady pro i -tý scénář v čase t , $FN_{i,t}$ představují fixní náklady bez odpisů a úroků pro i -tý scénář v čase t , $ODP_{i,t}$ jsou odpisy pro i -tý scénář v čase t , $OPV_{i,t}$ je výše ostatních provozních výnosů pro i -tý scénář v čase t a $OM_{i,t}$ je obchodní marže pro i -tý scénář v čase t .

Plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb

Odhad tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb je proveden pomocí simulace, která je založena na bázi geometrického Brownova procesu a geometrického Vašíčkova procesu.

Plán variabilních a fixních nákladů

V rámci sestavení plánu nákladů je proveden odhad variabilních a fixních nákladů pomocí nákladových modelů, konkrétně pomocí metody nejmenších čtverců. Vstupními údaji pro provedení odhadu celkových fixních nákladů a průměrných variabilních nákladů jsou historické roční tržby a příslušné roční náklady, které jsou tvořeny výkonovou spotřebou, osobními náklady, daněmi a poplatky a ostatními provozními náklady. Pro odhad jsou využita data za období 2006 – 2016. Výpočet je proveden pomocí modulu *Regrese* v programu Microsoft Excel.

Samotné variabilní náklady jsou vypočteny jako součin daného koeficientu a naplánovaných tržeb.

$$VN_{i,t} = 0,7596 \cdot T_{i,t}, \quad (2.80)$$

Odhad celkových fixních nákladů na budoucí čtyři roky odpovídá v jednotlivých letech vždy hodnotě 35 862 tis. Kč.

Plán odpisů

Odhad odpisů je proveden na základě podílu na odepisovaném dlouhodobém majetku. Výsledné podíly jsou pomocí váženého aritmetického průměru zprůměrovány, přičemž nejvyšší váha je přiřazena hodnotě v roce 2016. Vážený průměr za sledované období činí 9,47 % a předpokládá se, že tento poměr zůstane do budoucna zachován. Postup výpočtu je uveden v Tab. 4.7. Konečnou odhadovanou výši odpisů $ODP_{i,t}$ lze určit následovně:

$$ODP_{i,t} = 0,0947 \cdot DHNM_{i,t-1}, \quad (2.81)$$

kde $DHNM_{i,t-1}$ představuje odepisovaný dlouhodobý majetek pro i -tý scénář v čase $t-1$.

Tab. 4.7 Průměrný podíl odpisů na odepisovaném dlouhodobém majetku v letech 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Odepisovaný DM (ZC v tis. Kč)	72 617	69 805	75 246	106 943	103 244
Odpisy (v tis. Kč)	8 961	7 793	6 546	7 589	10 935
Podíl odpisů na odepisovaném DM	12,34 %	11,16 %	8,70 %	7,10 %	10,59 %
Váha	1	2	3	4	5
Vážený průměr	9,47 %				

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán ostatních provozních výnosů

Ostatní provozní výnosy představují položku, která je přímo ovlivňována tržbami. Z tohoto důvodu je odhad ostatních provozních výnosů proveden na základě podílu na tržbách. Výsledné podíly jsou pomocí váženého aritmetického průměru zprůměrovány, přičemž nejvyšší váha je přiřazena hodnotě v roce 2016. Do budoucna se předpokládá, že ostatní provozní výnosy budou činit 0,31 % z tržeb. Postup výpočtu je uveden v Tab. 4.8. Odhadovanou výši ostatních provozních výnosů $OPV_{i,t}$ lze určit následovně:

$$OPV_{i,t} = 0,0031 \cdot T_{i,t}, \quad (2.82)$$

Tab. 4.8 Průměrný podíl ostatních provozních výnosů na tržbách v letech 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v tis. Kč)	258 305	268 972	254 183	282 799	303 255
OPV (v tis. Kč)	1 190	482	911	658	1 104
Podíl OPV na tržbách	0,46 %	0,18 %	0,36 %	0,23 %	0,36 %
Váha	1	2	3	4	5
Vážený průměr	0,31 %				

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán obchodní marže

Obchodní marže je plánována pomocí váženého aritmetického průměru za posledních pět let, přičemž nejvyšší váha je přiřazena hodnotě v roce 2016. Odhad obchodní marže na budoucí čtyři roky odpovídá v jednotlivých letech vždy hodnotě 1026,80 tis. Kč. Postup stanovení obchodní marže je uveden v Tab. 4.9.

Tab. 4.9 Průměrná obchodní marže v letech 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
OM (v tis. Kč)	672	833	-170	1 601	1 434
Váha	1	2	3	4	5
Vážený průměr (v tis. Kč)	1026,80				

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán VH před zdaněním

Následně je stanoven výsledek hospodaření před zdaněním $VH_{i,t}^{před\ zdaněním}$, jehož výpočet je proveden dle následujícího vztahu:

$$VH_{i,t}^{před\ zdaněním} = VH_{i,t}^{před\ úroky\ a\ zdaněním} - úroky_{i,t}, \quad (2.83)$$

Nákladové úroky

Odhad nákladových úroků je proveden na základě podílu na krátkodobých finančních výpomocích, které jsou určeny v rámci kapitoly 4.1.6. Výsledné podíly jsou pomocí váženého aritmetického průměru zprůměrovány, přičemž nejvyšší váha je přiřazena hodnotě v roce 2016. Průměrná úroková sazba za sledované období činí 5,89 % a předpokládá se, že tato úroveň zůstane do budoucna zachována. Postup výpočtu je uveden v Tab. 4.10. Nákladové úroky $úroky_{i,t}$ jsou odhadovány na základě vztahu:

$$úroky_{i,t} = 0,0589 \cdot KfV_{i,t}, \quad (2.84)$$

kde $KfV_{i,t}$ jsou krátkodobé finanční výpomoci pro i -tý scénář v čase t .

Tab. 4.10 Průměrný podíl nákladových úroků na krátkodobých finančních výpomocích v letech 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
KfV (v tis. Kč)	131 000	113 000	122 800	122 800	117 800
NÚ (v tis. Kč)	7 795	7 214	7 020	7 016	6 971
Podíl NÚ na KfV	5,95 %	6,38 %	5,72 %	5,71 %	5,92 %
Váha	1	2	3	4	5
Průměrný podíl NÚ	5,89 %				

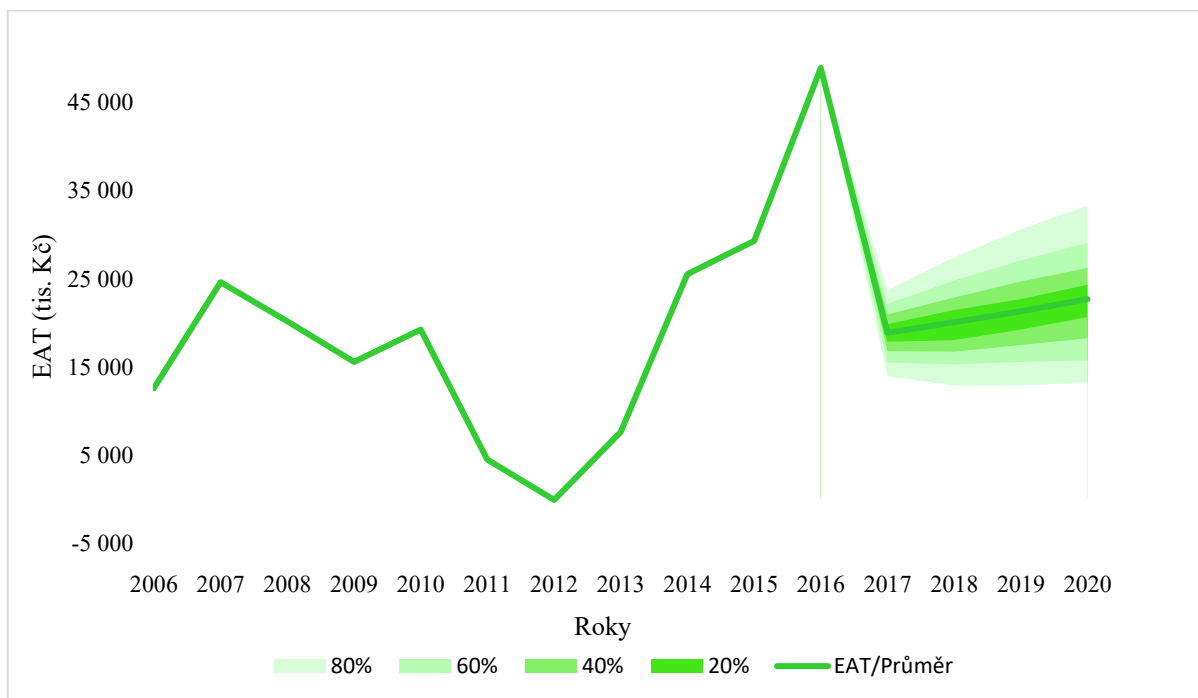
Zdroj: Vlastní zpracování

Plán čistého zisku

Odečtením daně z výsledku hospodaření před zdaněním je pro obě varianty predikce tržeb získán odhad čistého zisku na budoucí čtyři roky za použití jednoho tisíce scénářů. Pro účely provedení odhadu čistého zisku se předpokládá, že sazba daně z příjmu právnických osob zůstane v budoucích letech konstantní, a to ve výši 19 %.

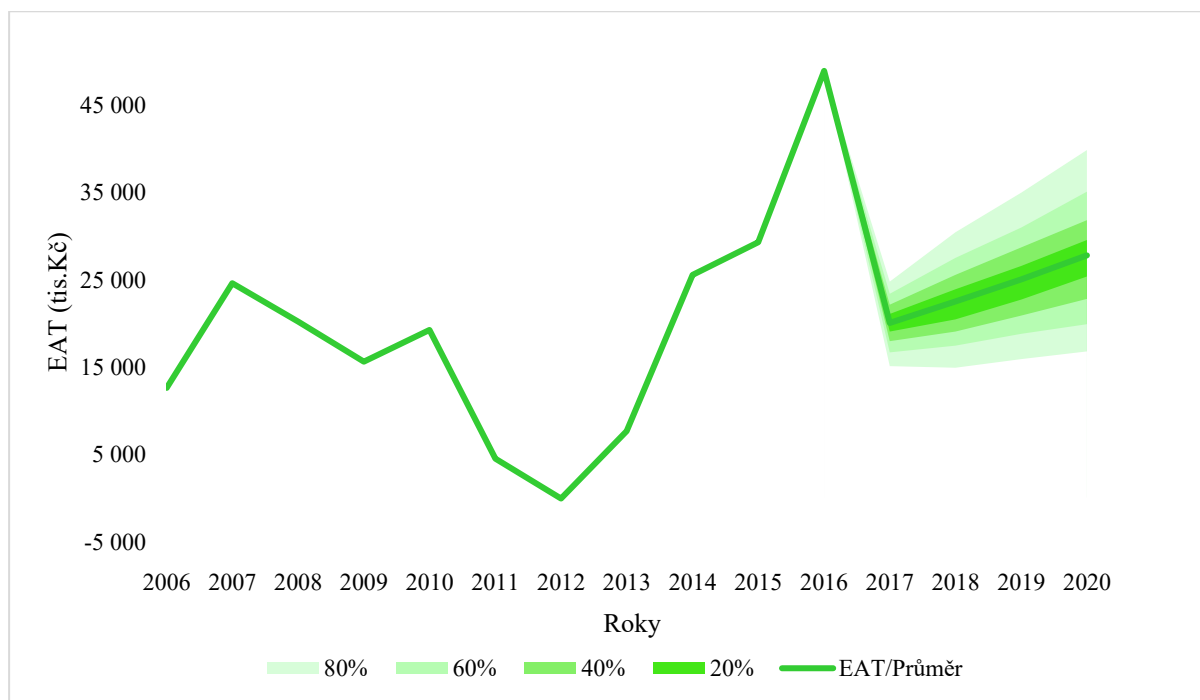
V grafech 4.4 a 4.5 je znázorněno rozdělení pravděpodobnosti čistého zisku pro obě varianty predikce tržeb.

Graf 4.4 Historický a simulovaný vývoj čistého zisku v letech 2006 – 2020 v tis. Kč (1. varianta predikce tržeb)



Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 4.5 Historický a simulovaný vývoj čistého zisku v letech 2006 – 2020 v tis. Kč (2. varianta predikce tržeb)



Zdroj: Vlastní zpracování

4.1.4 Plán čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál je stanoven jako rozdíl mezi odhadovanými oběžnými aktivy a odhadovanými krátkodobými závazky. Jednotlivé složky oběžných aktiv (vyjma krátkodobého finančního majetku) a krátkodobé závazky jsou odvozovány přímo z naplánovaných tržeb.

Zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky jsou odhadovány z hodnot ukazatele doby obratu. Odhadované doby obratu těchto položek jsou uvedeny v Tab. 4.11.

Tab. 4.11 Plánované hodnoty ukazatele doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků ve dnech v letech 2017 – 2020

	2017	2018	2019	2020
DO zásob	200,3	201,8	202,8	203,8
DO pohledávek	23,5	21,0	19,5	18,0
DO krátkodobých závazků	133,6	133,6	133,6	133,6

Zdroj: Vlastní zpracování

Z provedené finanční analýzy je patrné, že doba obratu zásob v posledních letech mírně klesala. Výjimkou je rok 2013, kdy hodnota tohoto ukazatele mírně vzrostla. Z důvodu, že záměrem oceňované společnosti je udržovat nárůst ročníkových vín a rozšiřovat portfolio výrobků, lze očekávat, že doba obratu zásob se bude mírně zvyšovat.

Doba obratu pohledávek v rámci sledovaného období klesala. Největší podíl na tomto poklesu je patrný u pohledávek z obchodních vztahů. V posledních letech lze u oceňované společnosti zaznamenat snižování objemu tržeb v obchodních řetězcích, a naopak zvyšování množství prodejí, které jsou realizovány v prodejnách společnosti. Z důvodu odklonu od obchodních řetězců lze tedy očekávat, že doba obratu pohledávek se bude dále snižovat.

Doba obratu závazků na počátku sledovaného období rostla, poté od roku 2014 začala mírně klesat. Tato skutečnost mohla být například zapříčiněna změnou obchodních podmínek. Z důvodu nedostatku interních informací je však předpokládána stabilní úroveň ve výši 133,6 dní.

Krátkodobý finanční majetek je odhadován z hodnoty ukazatele okamžité likvidity. Z důvodu, že oceňována společnost udržuje stav peněžních prostředků vyšší, než je z hlediska provozu nutné, je maximálně nezbytná úroveň peněžních prostředků odhadována z průměrné hodnoty ukazatele okamžité likvidity za odvětví Výroba nápojů. Pro účely této práce je

provozně potřebná výše peněžních prostředků stanovena na úrovni 18 % krátkodobých závazků, viz Tab. 4.12.

Tab. 4.12 Vývoj hodnot ukazatele okamžité likvidity odvětví v letech 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Okamžitá likvidita	0,03	0,07	0,38	0,22	0,23
Průměr	0,18				

Zdroj: MPO (2018), vlastní zpracování

Pro srovnání jsou rovněž v Tab. 4.13 uvedeny hodnoty ukazatele okamžité likvidity zvolených konkurentů, konkrétně BOHEMIA SEKT, s.r.o. (A1), Zámecké vinařství Bzenec s.r.o. (A2), Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo (A3), CHÂTEAU VALTICE-Vinné sklepy Valtice, a.s. (A4) a VINIUM a.s. (A5).

Tab. 4.13 Vývoj hodnot ukazatele okamžité likvidity konkurentů v letech 2012 – 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
A1	0,06	0,09	0,25	0,22	0,21
A2	0,03	0,03	0,01	0,01	
A3	0,03	0,01	0,07	0,03	0,01
A4	1,20	0,33	0,80	0,52	0,22
A5	0,10	0,10	0,18	0,07	0,23
Průměr	0,20				

Zdroj: Výroční zprávy společnosti za období 2012 – 2016, vlastní zpracování

Z Tab. 4.13 je patrné, že průměrná hodnota ukazatele okamžité likvidity zvolených konkurentů za období 2012 – 2016 činí 0,2.

Časové rozlišení aktiv i pasiv je naplánováno konstantě ve stejné výši jako v roce 2016.

4.1.5 Plán investic

Plán investic se skládá z plánu obnovovacích a rozvojových investic. Obnovovací investice jsou určeny k nahrazení fyzicky a morálně opotřeбенého majetku. Pro účely této práce jsou obnovovací investice stanoveny ve výši odpisů z předchozího roku.

Rozvojové investice slouží k rozšíření výrobních možností podniku. Z důvodu zajištění dostatečné výrobní kapacity společnosti jsou rozvojové investice stanoveny v závislosti na odhadovaných tržbách. Ve sledovaném období 2012 – 2016 byla oceňována společnost schopna průměrně se svým provozně potřebným dlouhodobým majetkem ve výši

168 933 mil. Kč generovat tržby ve výši 273 503 mil. Kč. Jestliže se tržby meziročně zvýší o 1/9, tedy o více než 30 389 mil. Kč, bude naplánována rozvojová investice ve výši 18 770 mil. Kč, tedy 1/9 provozně potřebného dlouhodobého majetku. V případě, že tržby nevzrostou meziročně o tuto hodnotu, bude naplánována obnovovací investice ve výši odpisů z předchozího roku. Plán investic je pomocí funkce *když* automaticky generován v programu Microsoft Excel. Sledována je, ale skutečnost, zda při střídavém nárůstu a poklesu tržeb je struktura majetku dostatečně efektivní.

Provozně potřebný dlouhodobý majetek je naplánován jako součet provozně potřebného dlouhodobého majetku z předchozího roku a naplánovaných investic pro stávající rok. Od této hodnoty je dále odečtena částka ve výši odpisů.

4.1.6 Plán financování

Oceňována společnost využívá k financování svých podnikových potřeb vlastní i cizí zdroje. Položky základní kapitál a rezervní fondy se v rámci finančního plánu vyvíjejí konstantně. Hodnota kapitálových fondů je plánována ve výši průměru minulých hodnot. Statutární a ostatní fondy jsou každoročně navyšovány o částku 300 mil. Kč ze zisku společnosti. Zbývající část výsledku hospodaření z předcházejícího roku je převáděna do nerozděleného zisku. Výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Dlouhodobé závazky jsou plánovány konstantně ve stejné výši jako v roce 2016. Hodnoty krátkodobých finančních výpomocí jsou dopočteny z výkazu cashflow a odpovídají rozdílu mezi příjmy a výdaji (bez cizích zdrojů). V souvislosti s krátkodobými finančními výpomocemi je spojen vznik úroků, které ovlivňují velikost nákladů, ty následně působí na výši čistého zisku a ten zpětně ovlivňuje potřebu krátkodobých finančních výpomocí. Vzhledem k těmto závislostem je při výpočtu v programu Microsoft Excel využita funkce iterační přepočty.

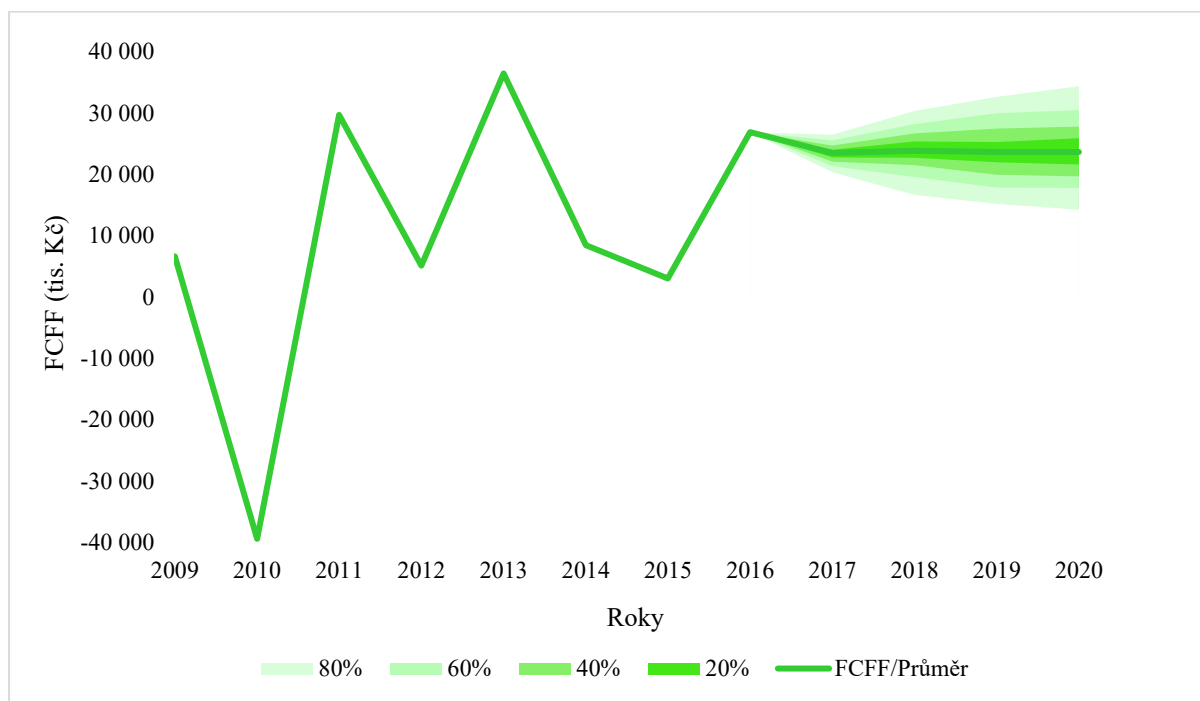
4.2 Stanovení budoucích peněžních toků FCFF

Hodnota oceňované společnosti je stanovena na základě odhadu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele dle vzorce (2.17). Tyto volné peněžní toky jsou odhadovány pro jednotlivé roky 2017 až 2020 a v každém roce pro 1000 scénářů. Základem odhadu je sestavení dílčích plánů, a to konkrétně plánu čistého zisku, čistého pracovního kapitálu, investic a plánu financování. Odhad čistého zisku odpovídá rozdílu mezi naplánovanými

výnosy a náklady oceňované společností. Čistý zisk je dále navýšen o hodnotu plánovaných odpisů, jejichž výše je stanovena v závislosti na vývoji odepisovaného dlouhodobého majetku. Dále je odečtena hodnota investic, jejichž výše je odhadována v závislosti na vývoji naplánovaných tržeb. Dalším krokem při výpočtu volných peněžních toků je odečtení změny čistého pracovního kapitálu. Čistý pracovní kapitál je odhadován jako rozdíl mezi naplánovanými oběžnými aktivy a naplánovanými krátkodobými závazky. Krátkodobé závazky a jednotlivé položky oběžných aktiv jsou odhadovány na základě vývoje hodnot ukazatele doby obratu nebo ukazatele okamžité likvidity. V závěru výpočtu jsou přičteny úroky, jejichž výše je plánována v závislosti na odhadu krátkodobých finančních výpomocích.

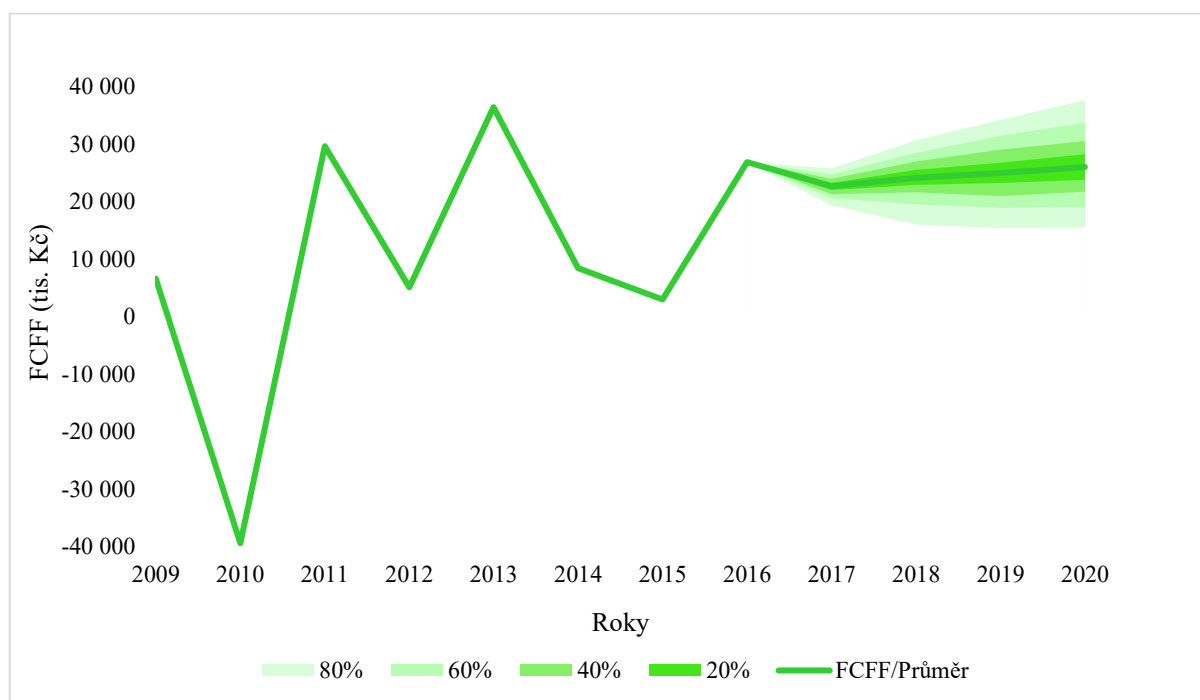
V grafech 4.6 a 4.7 je znázorněno rozdělení pravděpodobnosti volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele pro obě varianty predikce tržeb.

Graf 4.6 Historický a simulovaný vývoj FCFF v letech 2009 – 2020 v tis. Kč (1. varianta predikce tržeb)



Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 4.7 Historický a simulovaný vývoj FCFF v letech 2009 – 2020 v tis. Kč (2. varianta predikce tržeb)



Zdroj: Vlastní zpracování

4.3 Stanovení nákladů kapitálu

Dalším důležitým krokem pro stanovení hodnoty společnosti výnosovou metodou je určení nákladů kapitálu, pomocí nichž jsou diskontovány odhadované volné peněžní toky. Nejprve jsou určeny náklady na vlastní kapitál a náklady dluhu. Následně je v rámci stanovení nákladů na celkový kapitál aplikován iterační postup, pomocí něhož je získána tržní struktura kapitálu. Náklady kapitálu jsou stanoveny zvlášť pro jednotlivé scénáře vývoje odhadovaných volných peněžních toků na období 2017 – 2020.

4.3.1 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny na bázi tržního přístupu, aplikován je model oceňování kapitálových aktiv CAPM. V rámci stanovení nákladů na vlastní kapitál dle vzorce (2.38) je nejprve určena bezriziková sazba. Pro období první fáze se předpokládá, že bezriziková sazba odpovídá výnosu do splatnosti desetiletého státního dluhopisu, který k 3. 6. 2018 dle Patria (2018) činí 1,88 %. Pro druhou fázi je bezriziková sazba stanovena ve výši výnosu do splatnosti devatenáctiletého státního dluhopisu, který k 3. 6. 2018 dle Patria (2018) činí 2,56 %. Prémie za tržního riziko odpovídá dle Damodaran (2018a) hodnotě 5,89 %. Ze stejného zdroje je také zjištěn beta koeficient nezadlužené firmy, který je následně přepočítán dle vzorce (2.39) na koeficient zadlužené firmy. Beta koeficient

nezadlužené firmy pro dané odvětví dle Damodaran (2018b) činí 0,51. Pro účely ocenění zvolené společnosti se předpokládá neměnná sazba daně z příjmu právnických osob ve výši 19 %. V Tab. 4.14 jsou uvedeny vstupní údaje pro stanovení nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 4.14 Vstupní údaje pro stanovení nákladů na vlastní kapitál

	2017	2018	2019	2020
R_F	1,88 %	1,88 %	1,88 %	2,56 %
$E(R_M)-R_F$	5,89 %	5,89 %	5,89 %	5,89 %
β^U	0,51	0,51	0,51	0,51
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %

Zdroj: Damodaran (2018), Patria (2018), vlastní zpracování

4.3.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny dle vzorce (2.37), přičemž úroková sazba je určena v rámci plánu nákladových úroků v podkapitole 4.1.3 a sazba daně z příjmu právnických osob je stanovena na úrovni 19 %.

4.3.3 Náklady na celkový kapitál

Při stanovení nákladů na celkový kapitál je výchozí struktura kapitálu oceňované společnosti přepočtena pomocí iteračního postupu, a to za účelem získání tržní struktury kapitálu. Jako výchozí struktura pro propočet kapitálové struktury je použita struktura, která je odvozena z účetních dat, které byly převzaty z dílčích finančních plánů společnosti.

Iterační postup je pro účely této práce proveden v tabulkovém programu Microsoft Excel, kde je využita funkce iterační přepočty. Nejprve je vytvořena tabulka pro výpočet WACC a pro hodnoty společnosti pro jednotlivé roky. Dále musí být splněna podmínka, že jediný řádek tvoří vstupní strukturu zadanou pro výpočet diskontní míry a ocenění a ostatní propočty jsou z tohoto jediného řádku odvozeny vzorcem.

4.4 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity

Hodnota společnosti je stanovena k 1. 1. 2017 pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků – DCF-Entity. První fáze představuje období 2017 – 2019 a druhá fáze začíná rokem 2020 a trvá do nekonečna. V rámci druhé fáze je stanoveno tempo růstu volných peněžních toků ve výši 1,8 %. Tato hodnota odpovídá průměrnému tempu růstu tržeb relevantního trhu za období 2012 – 2016. V rámci stanovení hodnoty společnosti jsou získány dvě varianty řešení, jejichž odlišnost vyplývá z rozdílného přístupu při odhadu tržeb.

V případě první varianty řešení vyplývají výpočty z predikce tržeb dle geometrického Vašíčkova modelu a v případě druhé varianty řešení jsou výpočty založeny na predikci tržeb dle geometrického Brownova procesu.

Po dosažení volných peněžních toků a nákladů kapitálu do vzorce (2.34) lze získat hodnotu společnosti pro tisíc scénářů. První fáze je určena jako součet diskontovaných peněžních toků za období 2017 – 2019 a je stanovena dle vzorce (2.30). V rámci druhé fáze je nejprve nutné stanovit pokračující hodnotu dle vzorce (2.33). Vzhledem k momentu ocenění je nezbytné pokračující hodnotu diskontovat k momentu ocenění dle vzorce (2.31). Výsledná hodnota společnosti je pak dána součtem hodnot obou fází. V posledním kroku je nezbytné k hodnotě provozní části společnosti přičíst hodnotu neprovozních aktiv, která k 1. 1. 2017 činí 97 478 tis. Kč.

První varianta řešení

Celková hodnota společnosti v případě první varianty řešení odpovídá střední hodnotě ze všech scénářů. Další charakteristiky jako je medián, maximální a minimální hodnota jsou uvedeny v Tab. 4.15. Pro srovnání je rovněž uvedena hodnota společnosti vypočtená na základě účetní struktury kapitálu.

Tab. 4.15 Charakteristiky hodnot společnosti v tis. Kč. (1. varianta predikce tržeb)

	Účetní struktura	Tržní struktura
Střední hodnota	689 504	683 188
Medián	679 576	676 483
Maximální hodnota	1 396 085	1 405 015
Minimální hodnota	187 578	136 113

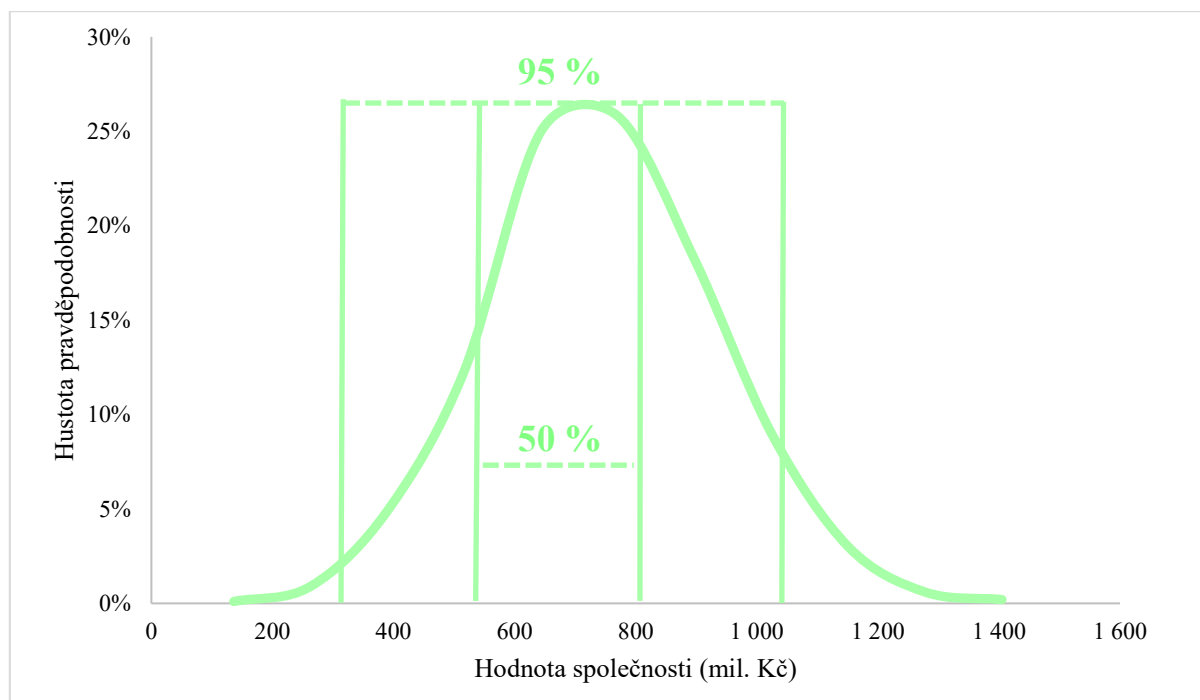
Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.15 je zřejmé že hodnota společnosti vypočtená na základě účetní struktury kapitálu činí 689 504 tis. Kč. V porovnání s tržní strukturou kapitálu je tato hodnota o více než 6 mil. Kč vyšší. V relativním vyjádření činí tento rozdíl hodnot 0,9 %. Lze tedy říci, že výsledná hodnota společnosti založena na účetní struktuře kapitálu je o 0,9 % vyšší než hodnota společnosti vypočtená na základě tržní struktury kapitálu. Medián při nezohlednění tržních vah kapitálu nabývá hodnoty 679 576 tis. Kč a při zohlednění tržních vah odpovídá hodnotě 676 483 tis. Kč. Rozdíl v tomto případě činí více než 3 mil. Kč. Maximální hodnota společnosti ze všech scénářů hodnot při zohlednění tržních vah kapitálu činí 1 405 015 tis. Kč. V případě nezohlednění tržních vah odpovídá tato hodnota výši

1 396 085 tis. Kč. Rozdíl těchto hodnot činí více než 8 mil. Kč, v relativním vyjádření 0,6 %. Minimální hodnota společnosti vypočtena na základě účetní struktury kapitálu je ve srovnání s tržní strukturou o více než 51 mil. Kč vyšší. V relativním vyjádření tento rozdíl odpovídá 38 %.

V grafu 4.8 je znázorněno rozdělení pravděpodobnosti hodnot oceňované společnosti v případě první varianty řešení. Nejprve jsou vypočteny percentily 2,5 % a 97,5 %, a to za účelem stanovení krajních hodnot společnosti. Dolní hodnota (percentil 2,5 %) činí 313 061 tis. Kč a horní hodnota (percentil 97,5 %) je ve výši 1 065 709 tis. Kč. Na základě získaných hodnot lze konstatovat, že s 95% pravděpodobností se hodnota oceňované společnosti nachází v intervalu od 313 061 tis. Kč do 1 065 709 tis. Kč. Dále jsou určeny percentily 25 % a 75 % za účelem stanovení intervalu, ve kterém se hodnota společnosti nachází s 50% pravděpodobností. Na základě získaných výsledků lze konstatovat, že s pravděpodobností 50 % se hodnota oceňované společnosti nachází v intervalu od 558 606 tis. Kč do 808 056 tis. Kč.

Graf 4.8 Rozdělení pravděpodobnosti hodnot společnosti (1. varianta predikce tržeb)



Zdroj: Vlastní zpracování

Druhá varianta řešení

Celková hodnota společnosti v případě druhé varianty řešení odpovídá střední hodnotě ze všech scénářů. Další charakteristiky jako je medián, maximální a minimální hodnota jsou

uvedeny v Tab. 4.16. Pro srovnání je rovněž uvedena hodnota společnosti vypočtená na základě účetní struktury kapitálu.

Tab. 4.16 Charakteristiky hodnot společnosti v tis. Kč. (2. varianta predikce tržeb)

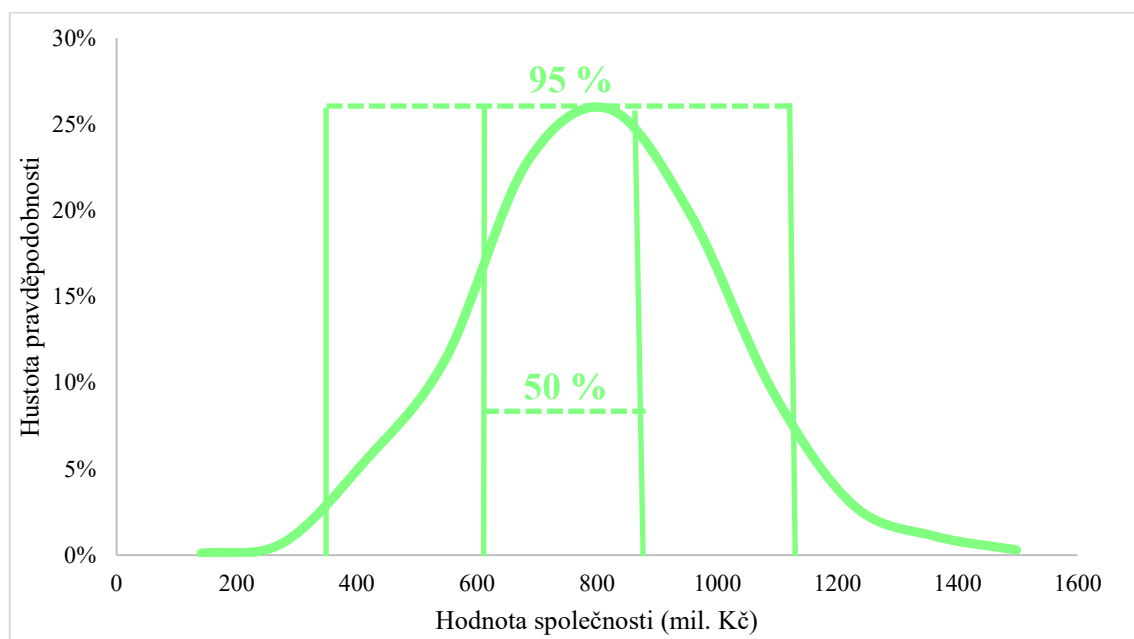
	Účetní struktura	Tržní struktura
Střední hodnota	742 055	737 017
Medián	733 490	731 809
Maximální hodnota	1 486 269	1 498 287
Minimální hodnota	224 381	140 755

Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.16 je zřejmé, že hodnota oceňované společnosti při zohlednění tržních vah kapitálu činí 737 017 tis. Kč. Výsledná hodnota společnosti vypočtená na základě účetní struktury kapitálu činí 742 055 tis. Kč. Rozdíl těchto hodnot je větší než 5 mil. Kč. Lze tedy říci, že výsledná hodnota společnosti založená na účetní struktuře kapitálu je o 0,7 % vyšší než hodnota společnosti vypočtená na základě tržní struktury kapitálu. Medián při nezohlednění tržních vah kapitálu nabývá hodnoty 733 490 tis. Kč a při zohlednění tržních vah odpovídá hodnotě 731 809 tis. Kč. Rozdíl v tomto případě činí více než 1 mil. Kč. Maximální hodnota společnosti při zohlednění tržních vah kapitálu je o více než 12 mil. Kč větší než maximální hodnota vypočtená na základě účetní struktury. Výrazný rozdíl je také patrný při srovnání minimálních hodnot. Minimální hodnota společnosti při nezohlednění tržních vah je o více než 80 mil. Kč větší než minimální hodnota společnosti při zohlednění tržních vah. V relativním vyjádření činí tento rozdíl necelých 60 %.

V grafu 4.9 je znázorněno rozdělení pravděpodobnosti hodnot oceňované společnosti v případě druhé varianty řešení. Za účelem stanovení krajních hodnot společnosti jsou nejprve určeny percentily 2,5 % a 97,5 %. Dolní hodnota (percentil 2,5 %) je ve výši 352 780 tis. Kč a horní hodnota (percentil 97,5 %) činí 1 147 418 tis. Kč. Na základě získaných hodnot lze konstatovat, že s pravděpodobností 95 % se hodnota oceňované společnosti nachází v intervalu od 352 780 tis. Kč do 1 147 418 tis. Kč. Dále jsou vypočteny percentily 25 % a 75 % za účelem stanovení intervalu, ve kterém se hodnota společnosti nachází s 50% pravděpodobností. Na základě získaných výsledků lze konstatovat, že s 50% pravděpodobností se hodnota oceňované společnosti nachází v intervalu od 605 112 tis. Kč do 870 655 tis. Kč.

Graf 4.9 Rozdělení pravděpodobnosti hodnot společnosti (2. varianta predikce tržeb)



Zdroj: Vlastní zpracování

Srovnání variant řešení

V Tab. 4.17 jsou uvedeny výsledné hodnoty společnosti pro obě varianty řešení, přičemž jsou zohledněny tržní váhy kapitálu.

Tab. 4.17 Charakteristiky hodnot společnosti v tis. Kč.

	1. varianta řešení	2. varianta řešení
Střední hodnota	683 188	737 017
Medián	676 483	731 809
Maximální hodnota	1 405 015	1 498 287
Minimální hodnota	136 113	140 755

Zdroj: Vlastní zpracování

V rámci ocenění společnosti se vycházelo z předpokladu, že tržby se vyvíjejí dle geometrického Vašíčkova procesu (1.varianta řešení) a dle geometrického Brownova procesu (2. varianta řešení). Z Tab. 4.17 je patrné, že výsledné hodnoty společnosti jsou vyšší v případě druhé varianty řešení. Celková hodnota společnosti stanovena jako střední hodnota ze všech scénářů je v případě predikce tržeb dle geometrického Brownova procesu o více než 53 mil. Kč vyšší než v případě první varianty predikce tržeb. V relativním vyjádření tento rozdíl činí 7,9 %. Medián v případě první varianty řešení odpovídá hodnotě 676 483 tis. Kč a v případě druhé varianty řešení nabývá hodnoty 731 809 tis. Kč. Rozdíl těchto hodnot činí 55 326 tis. Kč. Maximální hodnota celkového kapitálu společnosti je v případě druhé varianty

řešení ve výši 1 498 287 tis. Kč a minimální hodnota činí 140 755 tis. Kč. V relativním vyjádření jsou tyto hodnoty vyšší postupně o 7 % a o 3 %.

S ohledem na skutečnost, že ve sledovaném období 2006 – 2014 tržby vykazovaly tendenci navracet se k dlouhodobé rovnováze, se lze přiklonit k závěru, že výsledek získaný v rámci první varianty řešení lze považovat za přesnější. Výsledná hodnota oceňované společnosti k 1. 1. 2017 tedy odpovídá střední hodnotě ze všech scénářů hodnot a činí 683 188 tis. Kč.

4.5 Analýza citlivosti

V rámci této podkapitoly je provedena analýza citlivosti hodnot společnosti. První fáze je období vývoje, u kterého se předpokládá lepší předvídatelnost situace společnosti. Vstupní parametry lze tedy odhadovat a plánovat relativně přesně. Riziko změny jednotlivých parametrů je však vyšší v případě druhé fáze, která trvá do nekonečna. Z tohoto důvodu je analýza citlivosti aplikována pouze na parametry ve druhé fázi. Vyčíslena je relativní změna parametrů o $\pm 1,5 \%$, $\pm 3 \%$ a $\pm 4,5 \%$ vůči původní hodnotě.

První faktor, na který je provedena analýza citlivosti, jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele. V Tab. 4.18 jsou uvedeny změny hodnoty společnosti pro obě varianty tržeb v závislosti na změnách hodnoty volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele ve druhé fázi. Vyčíslena je relativní změna parametru o $\pm 1,5 \%$, $\pm 3 \%$ a $\pm 4,5 \%$.

Tab. 4.18 Změna hodnoty společnosti v tis. Kč v závislosti na relativní změně FCFF

Alfa	-4,5 %	-3,0 %	-1,5 %	0,0 %	1,5 %	3,0 %	4,5 %
E(V) 1. varianta	651 081	660 151	669 220	683 188	687 359	696 427	705 498
$\Delta E(V)$	-4,7 %	-3,4 %	-2,0 %	0,0 %	0,6 %	1,9 %	3,3 %
E(V) 2. varianta	707 408	717 276	727 145	737 017	746 887	756 757	766 626
$\Delta E(V)$	-4,0 %	-2,7 %	-1,3 %	0,0 %	1,3 %	2,7 %	4,0 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.18 je patrné, že mezi hodnotami existuje kladný vztah. Vzrostou-li volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, vzroste také výsledná hodnota společnosti. V případě, že se volné peněžní toky FCFF zvýší o 4,5 %, zvýší se hodnota společnosti v rámci první varianty řešení o 3,3 % a v případě druhé varianty řešení o 4,0 %. Pokles volných peněžních

toků FCFF o 4,5 % vyvolá pokles hodnoty společnosti v případě první varianty řešení o 4,7 % a v případě druhé varianty řešení o 4,0 %.

Další faktor, na který je provedena citlivostní analýza jsou náklady na celkový kapitál. V Tab. 4.19 jsou uvedeny změny hodnoty společnosti pro obě varianty tržeb v závislosti na změnách hodnoty nákladů na celkový kapitál ve druhé fázi o $\pm 1,5 \%$, $\pm 3 \%$ a $\pm 4,5 \%$.

Tab. 4.19 Změna hodnoty společnosti v tis. Kč v závislosti na relativní změně WACC

Alfa	-4,5 %	-3,0 %	-1,5 %	0,0 %	1,5 %	3,0 %	4,5 %
E(V) 1. varianta	720 739	705 916	691 782	683 188	665 398	653 065	641 257
$\Delta E(V)$	5,5 %	3,3 %	1,3 %	0,0 %	-2,6 %	-4,4 %	-6,1 %
E(V) 2. varianta	783 272	767 122	751 721	737 017	722 965	709 525	696 652
$\Delta E(V)$	6,3 %	4,1 %	2,0 %	0,0 %	-1,9 %	-3,7 %	-5,5 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Z Tab. 4.19 vyplývá, že mezi hodnotami existuje záporný vztah. Růst nákladů na celkový kapitál vyvolá pokles celkové hodnoty společnosti, a naopak pokles nákladů na celkový kapitál vyvolá růst celkové hodnoty společnosti. Z uvedených hodnot je patrné, že pokud se zvýší náklady na celkový kapitál o 4,5 %, sníží se hodnota společnosti v rámci první varianty řešení o 6,1 % a v případě druhé varianty řešení o 5,5 %. Naopak pokles nákladů na celkový kapitál o 4,5 % vyvolá narůst hodnoty společnosti v rámci první varianty řešení o 5,5 % a v rámci druhé varianty řešení o 6,3 %.

Posledním faktorem, na který je aplikována analýza citlivosti je tempo růstu g . Zkoumána je tedy skutečnost, jak a o kolik se změní hodnota společnosti, změní-li se ve druhé fázi parametr g o $\pm 1,5 \%$, $\pm 3 \%$ a $\pm 4,5 \%$. Vlivy tohoto faktoru jsou uvedeny v Tab. 4.20.

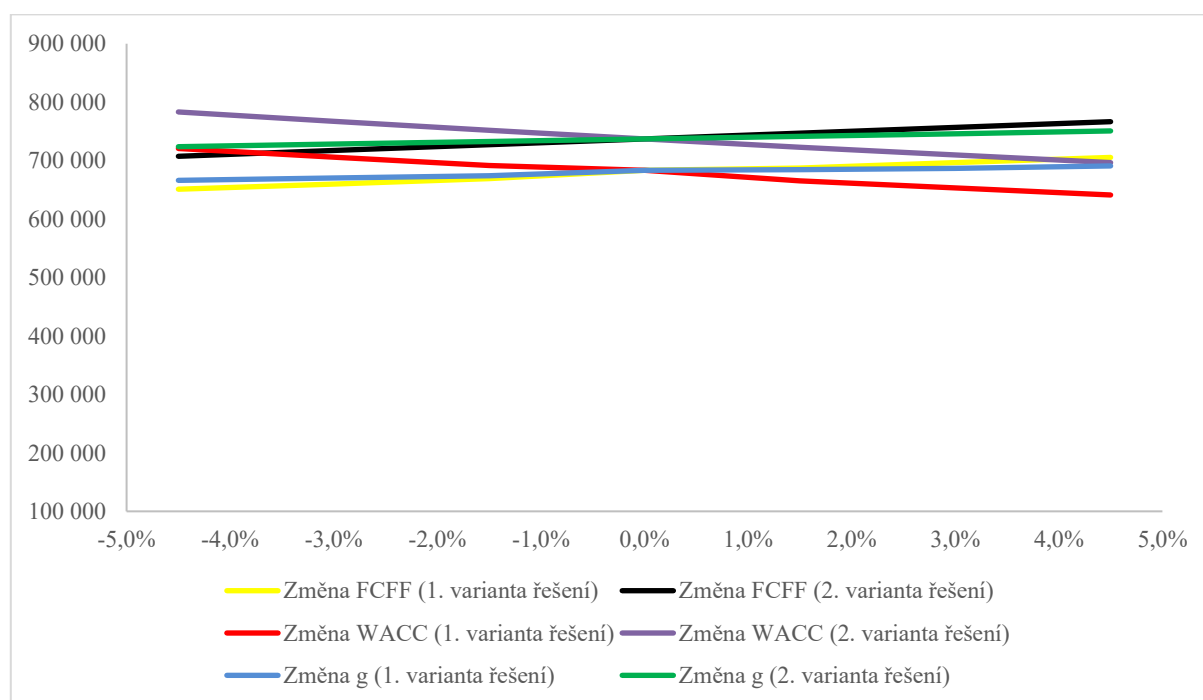
Tab. 4.20 Změna hodnoty společnosti v tis. Kč v závislosti na relativní změně g

Alfa	-4,5 %	-3,0 %	-1,5 %	0,0 %	1,5 %	3,0 %	4,5 %
E(V) 1. varianta	666 228	670 183	674 205	683 188	684 438	686 650	690 928
$\Delta E(V)$	-2,5 %	-1,9 %	-1,3 %	0,0 %	0,2 %	0,5 %	1,1 %
E(V) 2. varianta	723 820	728 152	732 551	737 017	741 551	746 157	750 834
$\Delta E(V)$	-1,8 %	-1,2 %	-0,6 %	0,0 %	0,6 %	1,2 %	1,9 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedených hodnot v Tab. 4.20 vyplývá kladný vztah. Vzroste-li hodnota parametru g , vzroste celková hodnota společnosti. Naopak pokles hodnoty parametru g vyvolá pokles celkové hodnoty společnosti. Vzroste-li hodnota parametru g o 4,5 %, zvýší se hodnota společnosti v případě první varianty řešení o 1,1 % a v případě druhé varianty o 1,9 %. Naopak pokles hodnoty parametru g způsobí snížení hodnoty společnosti v případě první varianty řešení o 2,5 % a v případě druhé varianty řešení o 1,8 %.

Graf 4.10 Citlivost celkové hodnoty společnosti v tis. Kč. na konkrétní faktory



Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě výsledků analýzy citlivosti lze konstatovat, že celková hodnota společnosti je nejvíce citlivá na změnu nákladů na celkový kapitál. Z grafu 4.10 je patrné, že nejvyšší hodnoty společnosti je dosaženo snížením nákladů na celkový kapitál o 4,5 %. Naopak nejnižší hodnoty společnosti je dosaženo zvýšením nákladů na celkový kapitál o 4,5 %.

5 Závěr

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti Znovín Znojmo, a.s. za rizika k datu 1. 1. 2017 s využitím dvoufázové výnosové metody DCF na bázi celkového kapitálu.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první představuje úvod a poslední závěr. Druhá kapitola je věnována základním teoretickým východiskům, která jsou následně aplikována v praktické části této práce. Nejprve je vymezen pojem podnik a kategorie hodnoty. Dále jsou popsány kroky, ze kterých se skládá proces oceňování podniku. Následně jsou charakterizovány jednotlivé metody oceňování včetně metod stanovení nákladů kapitálu. Další část této práce je zaměřena na vymezení zvolených modelů pro simulaci náhodné proměnné a dále na popis iteračního postupu pro stanovení tržní struktury kapitálu a popis analýzy citlivosti.

V rámci třetí kapitoly je uvedena charakteristika oceňované společnosti Znovín Znojmo, a.s. Nejprve jsou vymezeny základní údaje, předmět činnosti a následně je popsán historický vývoj společnosti. Poté je provedena strategická a finanční analýza. V závěru kapitoly je zhodnocena finanční situace oceňované společnosti.

Čtvrtá kapitola je zaměřena na samotné stanovení hodnoty společnosti Znovín Znojmo, a.s. Nejprve je stanoven model pro predikci náhodné proměnné, kterou v této práci představují tržby společnosti. Poté je provedena simulace tržeb pomocí geometrického Vašíčkova procesu a geometrického Brownova procesu. Na základě takto naplánovaných tržeb jsou sestaveny dílčí finanční plány a stanoveny volné finanční toky pro vlastníky a věřitele. Poté jsou pro každý scénář volných peněžních toků v jednotlivých letech vyčísleny náklady na celkový kapitál. Následně je pomocí dvoufázové výnosové metody DCF na bázi celkového kapitálu pro obě varianty vývoje tržeb stanovena hodnota společnosti jako střední hodnota ze všech scénářů. Získaná výchozí struktura kapitálu je poté přepočtena na tržní strukturu pomocí iteračního přepočtu.

V případě první varianty řešení při nezohlednění tržní struktury kapitálu činí hodnota společnosti 689 504 tis. Kč a při zohlednění tržní struktury 683 188 tis. Kč. V případě druhé varianty řešení při nezohlednění tržní struktury kapitálu činí hodnota společnosti 742 055 tis. Kč a při zohlednění tržní struktury 737 017 tis. Kč. Jestliže by při ocenění společnosti nebyly zohledněny tržní váhy kapitálu, byla by společnost ve srovnání se skutečnou hodnotou nadhodnocena.

S ohledem na skutečnost, že ve sledovaném období 2006 – 2014 tržby vykazovaly tendenci navracet se k dlouhodobé rovnováze, lze za výslednou hodnotu společnosti považovat výsledek získaný v rámci první varianty řešení, u které se předpokládá vývoj tržeb dle geometrického Vašíčkova procesu. Výsledná hodnota oceňované společnosti k 1. 1. 2017 tedy odpovídá střední hodnotě ze všech scénářů hodnot a činí 683 188 tis. Kč.

V závěru práce je zkoumána citlivost výsledné hodnoty společnosti na změnu zvoleného parametru ve druhé fázi ocenění. Z výsledků analýzy citlivosti vyplývá, že celková hodnota společnosti je pozitivně citlivá na změnu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele a na změnu parametru g . Naopak negativní citlivost je patrná v případě změny nákladů na celkový kapitál. Největší nárůst hodnoty společnosti je zaznamenán v případě snížení nákladů na celkový kapitál o 4,5 %. Naopak největší pokles hodnoty společnosti je patrný v případě zvýšení nákladů na celkový kapitál o 4,5 %.

Seznam použité literatury

Knihy

COPELAND, Thomas E., J. Fred WESTON a Kuldeep SHASTRI. *Financial theory and corporate policy*. 4th ed., international ed. Boston: Pearson Addison-Wesley, 2005. ISBN 0-321-22353-5.

ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2006. ISBN 978-04-717-5121-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

HANČLOVÁ, Jana. *Ekonometrické modelování: klasické přístupy s aplikacemi*. vyd. Praha: Professional Publishing, 2012. ISBN 978-80-7431-088-1

JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4386-8.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, Miloš (2011b). *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍK, Miloš (2011a). *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5. aktualizované vyd. Praha: Grada Publishing, 2015. ISBN 978-80-247-5534-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.

VESELÁ, Jitka. *Analýzy trhu cenných papírů*. vyd. Praha: Oeconomica, 2003. ISBN 8024505061.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. vyd. Praha: Grada Publishing, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.

ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. ISBN 978-80-86929-91-0.

Internetové zdroje

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2017* [online]. [cit.2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/documents/10180/58775432/320193-17q4a.pdf/4df01eb0-facf-40c6-898a-c239bd0539b3?version=1.0>

DAMODARAN (2018a). *Risk Premiums for Other Markets*. [online]. [cit. 2018-06-03]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

DAMODARAN (2018b). *Levered and Unlevered Betas by Industry*. [online]. [cit. 2018-06-03]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

MINISTERSTVO FINANCÍ. *Makroekonomická predikce - leden 2018* [online]. [cit. 2018-03-27]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky* [online]. [cit. 2018-06-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2016* [online]. [cit. 2018-02-10]. Dostupné z <http://www.mpo.cz/assets/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/2017/10/Panorama-2016-CZ.pdf>

MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ. *Réva vinná a víno* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/zatrideni-vina/revavinna-a-vino/>

OBCHODNÍ REJSŘÍK. *Výkazy společnosti BOHEMIA SEKT, s.r.o. za roky 2012 až 2016* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

OBCHODNÍ REJSŘÍK. *Výkazy společnosti CHÂTEAU VALTICE-Vinné sklepy Valtice, a.s. za roky 2012 až 2016* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné z:

<http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

OBCHODNÍ REJSŘÍK. *Výkazy společnosti Templářské sklepy Čejkovice, vinařské družstvo za roky 2012 až 2016* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné z:

<http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

OBCHODNÍ REJSŘÍK. *Výkazy společnosti VINIUM, a.s. za roky 2012 až 2016* [online].

[cit.2018-02-04]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

OBCHODNÍ REJSŘÍK. *Výkazy společnosti Zámecké vinařství Bzenec s.r.o. za roky 2012 až 2016* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

OBCHODNÍ REJSŘÍK. *Výkazy společnosti ZNOVÍN Znojmo, a.s. za roky 2012 až 2016*

[online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

PATRIA. *Dluhopisy online*. [online]. [cit. 2018-06-03]. Dostupné z:

<http://www.patria.cz/kurzy/online/govcz/dluhopisy.html>

POTRAVINÁŘSKÁ REVUE: *Znovín Znojmo oslavil 20. výročí a sbírá významná ocenění* [online].2012, 6/2012 [cit. 2018-02-04]. Dostupné z:

<http://www.agral.cz/LinkClick.aspx?fileticket=aFgM6anlP3s%3D&tabid=730&language=cs-CZ>

Zákon č. 89 ze dne 3. února 2012 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 2012, částka 33, s. 1080. Dostupné z: <http://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>

ZNOVÍN ZNOJMO, a.s. *Akce a turistika* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné

z: <http://www.znovin.cz/akce-a-turistika>

ZNOVÍN ZNOJMO, a.s. *Naše víno* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné

z: <http://www.znovin.cz/nase-vino>

ZNOVÍN ZNOJMO, a.s. *O společnosti* [online]. [cit. 2018-02-04]. Dostupné

z: <http://www.znovin.cz/o-spolecnosti>

Seznam zkratk

CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností dle ČSÚ
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DM	dlouhodobý majetek
DO	doba obratu
EAT	čistý zisk
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
HDP	hrubý domácí produkt
MF	Ministerstvo financí
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NÚ	nákladové úroky
OR	obchodní rejstřík
R_F	bezriziková sazba
R_M	výnos tržního portfolia
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
ZC	zůstatková cena

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 11. července 2018

.....

Bc. Marlene Brišová

Seznam příloh

Příloha č. 1 Rozvaha společnosti Znovín, Znojmo, a.s.

Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti Znovín, Znojmo, a.s.

Přílohy

Příloha č. 1 Rozvaha společnosti Znovín, Znojmo, a.s.

	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	397 326	416 295	430 150	472 042	520 403
Pohledávky za upsaný základní kapitál					
Dlouhodobý majetek	145 109	152 803	166 265	193 866	210 621
Dlouhodobý nehmotný majetek	36	0	599	394	189
Zřizovací výdaje					
Nehmotné výsledky výzkumné a odborné činnosti			599	394	189
Software	36				
Ocenitelná práva					
Goodwill (+/-)					
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek					
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek					
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek					
Dlouhodobý hmotný majetek	77 808	74 607	96 521	122 919	127 325
Pozemky	3 836	3 836	3 836	3 941	3 946
Stavby	55 843	54 426	57 438	58 536	58 234
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	13 079	12 105	14 299	45 467	42 639
Pěstelské celky trvalých porostů	3 659	3 274	2 910	2 546	2 182
Základní stádo a tažná zvířata					
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	906	913	913	920	920
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	53	53	39	451	14 904
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	431		17 086	11 058	4 500
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku					
Dlouhodobý finanční majetek	67 265	78 196	69 145	70 553	83 107
Podíly v ovládaných a řízených osobách	59 265	74 196	65 145	66 553	79 107
Podíly v účetních jednotkách podstatným vlivem					
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly					
Půjčky a úvěry - ovládaných a řídicí osoba, podstatný vliv	8 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek					
Pořízený dlouhodobý finanční majetek					
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek					
Oběžná aktiva	243 315	257 389	259 066	274 318	303 100
Zásoby	182 155	192 414	182 992	187 728	167 500
Materiál	14 206	10 499	11 538	11 625	10 993
Nedokončená výroba a polotovary	133 520	153 347	140 476	150 303	127 321
Výrobky	27 204	23 116	28 411	24 003	27 652
Zvířata					
Zboží	7 224	5 416	2 132	1 797	1 531
Poskytnuté zálohy na zásoby		35	435		3
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Pohledávky z obchodního vztahu					
Pohledávky - ovládaných a řídicí osoba					
Pohledávky - podstatný vliv					
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky...					
Dlouhodobé poskytnuté zálohy					
Dohadné účty aktivní					
Jiné pohledávky					
Odložená daňová pohledávka					
Krátkodobé pohledávky	44 059	38 658	37 624	31 887	22 761
Pohledávky z obchodního vztahu	39 693	36 223	30 139	30 013	20 975
Pohledávky - ovládaných a řídicí osoba					
Pohledávky - podstatný vliv					
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky...					
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
Stát - daňové pohledávky	1 931	518			
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 521	1 356	1 810	1 322	1 138
Dohadné účty aktivní	905	561	5 675	552	648
Jiné pohledávky	8				
Krátkodobý finanční majetek	17 100	26 317	38 450	54 703	112 839
Peníze	404	250	282	436	409
Účty v bankách	16 696	26 067	38 168	54 267	112 430
Krátkodobé cenné papíry a podíly					
Pořízený krátkodobý finanční majetek					
Časové rozlišení	8 903	6 104	4 819	3 858	6 682
Náklady příštích období	8 903	6 104	4 803	3 848	6 645
Komplexní náklady příštích období					
Příjmy příštích období			16	10	37

	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	397 326	416 296	430 150	472 042	520 403
Vlastní kapitál	185 485	185 210	201 441	231 937	279 028
Základní kapitál	45 217	45 217	45 217	45 217	45 217
Základní kapitál	45 217	45 217	45 217	45 217	45 217
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)					
Změna základního kapitálu (+/-)					
Kapitálové fondy	1 019	-6 650	-15 684	-14 225	-15 624
Emisní ážio					
Ostatní kapitálové fondy	1 019	1 067	1 083	1 135	1 135
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků		-7 717	-16 767	-15 360	-16 759
Oceňovací rozdíly z přecenění při změnách (+/-)					
Rozdíl z přeměn společností					
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	135 044	135 049	146 351	146 367	146 373
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	9 044	9 044	9 044	9 044	9 044
Statutární a ostatní fondy	126 000	126 005	137 307	137 323	137 329
Výsledek hospodaření minulých let	4 234	3 906		25 257	54 138
Nerozdělený zisk minulý let	4 234	3 906		25 257	54 138
Neuhrazená ztráta minulých let (-)					
Jiný výsledek hospodaření minulých let					
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-27	7 688	25 557	29 321	48 924
Cizí zdroje	210 979	228 091	226 846	237 003	238 869
Rezervy		1 667	279		
Rezervy podle zvláštních předpisů					
Rezerva na důchody a podobné závazky					
Rezerva na daň z příjmu					
Ostatní rezervy		1 667	279		
Dlouhodobé závazky	21 656	17 125	6 344	6 321	8 520
Závazky z obchodních vztahů	7 920	3 379	2 216	1 631	3 588
Závazky - ovládající a řídicí osoba					
Závazky - podstatný vliv					
Závazky ke společníkům, členům družstva a k ...					
Dlouhodobé přijaté zálohy					
Vydané dluhopisy					
Dlouhodobé směnky k úhradě					
Dohadné účty pasivní					
Jiné závazky	10 548	10 541	726	711	696
Odložený daňový závazek	3 188	3 204	3 402	3 979	4 236
Krátkodobé závazky	58 323	96 299	97 702	107 882	112 549
Závazky z obchodních vztahů	51 219	82 872	79 719	92 629	94 072
Závazky - ovládající a řídicí osoba					
Závazky - podstatný vliv					
Závazky ke společníkům, členům družstva a k ...	127	74	52		
Závazky zaměstnancům	1 329	1 383	1 331	1 315	1 450
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	715	758	753	986	832
Stát - daňové závazky a dotace	3 029	1 232	7 573	5 790	9 687
Krátkodobé přijaté zálohy		4	257	242	207
Vydané dluhopisy					
Dohadné účty pasivní	1 368	891	1 178	816	447
Jiné závazky	535	9 085	6 839	6 104	5 854
Bankovní úvěry a výpomoci	131 000	113 000	122 800	122 800	117 800
Bankovní úvěry dlouhodobé					
Krátkodobé bankovní úvěry					
Krátkodobé finanční výpomoci	131 000	113 000	122 800	122 800	117 800
Časové rozlišení	862	2 995	1 863	3 102	2 506
Výdaje příštích období	858	2 993	1 802	3 055	2 473
Výnosy příštích období	3	2	61	47	33

Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti Znovín, Znojmo, a.s.

	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	4 133	5 243	4 062	5 519
Náklady vynaložené na prodané zboží	3 461	4 410	4 232	3 918
Obchodní marže	672	833	-170	1 601
Výkony	243 432	286 381	247 694	290 255
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	258 305	268 972	254 183	282 799
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-16 068	15 739	-7 584	5 419
Aktivace	1 195	1 671	1 095	2 037
Výkonová spotřeba	196 089	230 342	176 810	212 808
Spotřeba materiálu a energie	118 634	150 938	101 884	128 582
Služby	77 456	79 404	74 926	84 226
Přidaná hodnota	48 015	56 873	70 714	79 048
Osobní náklady	27 510	27 284	26 971	28 920
Mzdové náklady	19 971	19 814	19 587	20 699
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	406	406	406	726
Náklady na sociální a zdravotní pojištění	6 699	6 639	6 565	7 065
Sociální náklady	434	426	413	430
Daně a poplatky	2 016	1 186	2 094	1 499
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	8 961	7 793	6 546	7 589
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 303	825	1 187	3 226
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9	27	447	2 941
Tržby z prodeje materiálu	1 294	798	740	285
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a mat.	1 450	1 101	1 301	528
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku			59	115
Prodaný materiál	1 450	1 101	1 242	413
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	1 307	2 031	-3 308	-369
Ostatní provozní výnosy	1 190	482	911	658
Ostatní provozní náklady	2 844	2 242	1 619	1 191
Převod provozních výnosů				
Převod provozních nákladů				
Provozní výsledek hospodaření	6 420	16 542	37 589	43 574
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů				
Prodané cenné papíry a podíly				
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku				
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách				
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů				
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku				
Výnosy z krátkodobého finančního majetku				
Náklady z finančního majetku				
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů				
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů				
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti				
Výnosové úroky	483	322	241	242
Nákladové úroky	7 795	7 214	7 020	7 016
Ostatní finanční výnosy	2 445	2 200	2 065	135
Ostatní finanční náklady	1 235	1 805	1 919	802
Převod finančních výnosů				
Převod finančních nákladů				
Finanční výsledek hospodaření	-6 102	-6 497	-6 633	-7 441
Daň z příjmu za běžnou činnost	345	2 357	5 399	6 812
splatná	720	2 341	5 201	6 236
odložená	-375	16	198	576
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-27	7 688	25 557	29 321
Mimořádné výnosy				
Mimořádné náklady				
Daň z příjmu z mimořádné činnosti				
splatná				
odložená				
Mimořádný výsledek hospodaření				
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)				
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-27	7 688	25 557	29 321
Výsledek hospodaření před zdaněním	318	10 045	30 956	36 133

	2016
Tržby z prodeje výrobků a služeb	303 255
Tržby za prodej zboží	5 495
Výkonová spotřeba	178 857
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 061
Spotřeba materiálu a energie	118 996
Služby	55 800
Změna stavu zásob vlastní činnosti	19 332
Aktivace	-1 571
Osobní náklady	31 228
Mzdové náklady	23 069
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	8 139
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7 640
Ostatní náklady	499
Úpravy hodnot v provozní oblasti	9 921
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	10 935
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	10 935
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	
Úpravy hodnot zásob	
Úpravy hodnot pohledávek	-1 014
Ostatní provozní výnosy	2 073
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	213
Tržby z prodeje materiálu	756
Jiné provozní výnosy	1 104
Ostatní provozní náklady	5 159
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	3
Zůstatková cena prodaného materiálu	684
Daně a poplatky	1 889
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	
Jiné provozní náklady	2 583
Provozní výsledek hospodaření	67 897
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	
Ostatní výnosy z podílů	
Náklady vynaložené na prodané podíly	
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	
Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	
Výnosové úroky a podobné výnosy	242
Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	240
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	2
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	
Nákladové úroky a podobné náklady	6 971
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	6 971
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	
Ostatní finanční výnosy	994
Ostatní finanční náklady	1 713
Finanční výsledek hospodaření	-7 448
Výsledek hospodaření před zdaněním	60 449
Daň z příjmů za běžnou činnost	11 525
Daň z příjmů splatná	11 268
Daň z příjmů odložená	257
Výsledek hospodaření po zdanění	48 924
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	
Výsledek hospodaření za účetní období	48 924
Čistý obrát za účetní období	312 059